

SUMÁRIO

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES.....	8
INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO I. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....	13
1.1. O TEMA A SER DESENVOLVIDO E SUAS LIMITAÇÕES.....	13
1.2. A BOLSA: DEFINIÇÕES.....	22
<i>1.2.1. A evolução do seu conceito no Brasil e no exterior.....</i>	<i>22</i>
<i>1.2.2. As bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros.....</i>	<i>37</i>
1.3. REGULAÇÃO E AUTO-REGULAÇÃO.....	42
<i>1.3.1. Aspectos introdutórios.....</i>	<i>43</i>
<i>1.3.2. A auto-regulação no mercado de capitais: virtudes.....</i>	<i>47</i>
<i>1.3.3. A auto-regulação no mercado de capitais: limitações.....</i>	<i>50</i>
<i>1.3.4. A interação entre a regulação estatal e a auto-regulação.....</i>	<i>53</i>
1.4. CONCLUSÃO PARCIAL.....	56
CAPÍTULO II. A IMPORTÂNCIA DAS BOLSAS PARA A ECONOMIA.....	58
2.1. O INTERESSE PÚBLICO NA ATIVIDADE BURSÁTIL: AS BOLSAS E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.....	58
<i>2.1.1. As bolsas de valores.....</i>	<i>60</i>
<i>2.1.2. As bolsas de mercadorias e futuros.....</i>	<i>64</i>
2.2. A RACIONALIDADE DA ORGANIZAÇÃO DA ATIVIDADE DA BOLSA.....	67
<i>2.2.1. A opção pela estrutura organizacional das bolsas.....</i>	<i>67</i>
<i>2.2.2. As bolsas como associações mutualísticas.....</i>	<i>69</i>
<i>2.2.3. Os fatores determinantes das alterações na estrutura interna: o fenômeno da desmutualização.....</i>	<i>74</i>
<i>2.2.4. As bolsas como sociedades com fins lucrativos: o fenômeno da desmutualização no caso das bolsas.....</i>	<i>78</i>
2.3. CONCLUSÃO PARCIAL.....	81

CAPÍTULO III. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA E LEGISLATIVA DAS BOLSAS	84
3.1. ORIGENS	84
3.2 A EVOLUÇÃO DAS BOLSAS NO EXTERIOR	85
3.2.1 <i>As bolsas no exterior: os diferentes regimes existentes</i>	86
3.2.2. <i>A Bolsa de Valores de Nova York</i>	88
3.2.3. <i>A Bolsa de Valores de Londres</i>	100
3.2.3. <i>A Bolsa de Valores de Paris</i>	102
3.3. AS BOLSAS NO BRASIL: ASPECTOS HISTÓRICOS E SUA EVOLUÇÃO NO REGIME JURÍDICO BRASILEIRO.....	105
3.3.1. <i>As praças de comércio e a junta de corretores</i>	108
3.3.2. <i>A câmara sindical</i>	113
3.3.3. <i>As bolsas de valores</i>	116
3.3.4. <i>As bolsas de mercadorias e futuros</i>	129
3.3.5. <i>A natureza jurídica das bolsas: a controvérsia doutrinária</i>	131
3.4. A BOLSA E A LEGISLAÇÃO EM VIGOR	133
3.5. CONCLUSÃO PARCIAL	142
CAPÍTULO IV. AS TRANSFORMAÇÕES RECENTES	144
4.1. AS ALTERAÇÕES OCORRIDAS NAS FORMAS DE ORGANIZAÇÃO DAS BOLSAS	144
4.1.1. <i>A experiência internacional</i>	144
4.1.2. <i>O caso brasileiro</i>	147
4.2. AS FORÇAS QUE MOTIVARAM AS MUDANÇAS ORGANIZACIONAIS DAS BOLSAS.....	149
4.3. AS CONSEQÜÊNCIAS ADVINDAS DA MUDANÇA ORGANIZACIONAL DAS BOLSAS: ESTUDOS EMPÍRICOS.....	155
4.4. OS FATORES DE RISCO EM FACE DO INTERESSE PÚBLICO NA ATIVIDADE DAS BOLSAS.....	163
4.4.1. <i>A viabilidade da atividade da bolsa</i>	163
4.4.2. <i>O cumprimento do dever de auto-regulação</i>	165
4.5. CONCLUSÃO PARCIAL	169
CAPÍTULO V. A GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS BOLSAS	171

5.1. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO CASO BRASILEIRO	171
5.2. AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO AMBIENTE BURSÁTIL.....	177
5.3. NOVAS EXIGÊNCIAS COM RELAÇÃO À GOVERNANÇA CORPORATIVA: EXPERIÊNCIAS OBSERVADAS NO EXTERIOR.....	179
5.3.1. <i>Arranjos organizacionais</i>	179
5.3.2. <i>A composição do conselho de administração</i>	182
5.3.3. <i>Prestação de contas e transferência de funções</i>	185
5.3.4. <i>Questões ligadas à propriedade de ações ou ao exercício do direito de voto</i>	187
5.4 . CONCLUSÃO PARCIAL	190
CAPÍTULO VI. A NOVA DISCIPLINA NORMATIVA: A INSTRUÇÃO CVM N.º 461/07	193
6.1. AS OPÇÕES DO ÓRGÃO REGULADOR	194
6.1.1. <i>Arranjos organizacionais</i>	194
6.1.2. <i>A composição do conselho de administração</i>	200
6.1.3. <i>Prestação de contas e transferência de funções</i>	201
6.1.4. <i>Questões ligadas à propriedade de ações ou ao exercício do direito de voto</i>	204
6.2. AS CRÍTICAS E SUGESTÕES DO MERCADO	206
6.3. CONCLUSÃO PARCIAL	212
CONSIDERAÇÕES FINAIS	214
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	216
RESUMO	228
ABSTRACT	229
RIASSUNTO	230

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

ADR - *American Depositary Receipt*

AMF - *Autorité des Marchés Financiers*

ASX - *Australian Stock Exchange*

ATS - *Alternative Trading Systems*

BM&F - Bolsa de Mercadorias & Futuros

Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo

BSE - *Bombay Stock Exchange*

BSM - Bovespa Supervisão de Mercados

BVSP S.A. – Bolsa de Valores de São Paulo S.A.

CBLC - Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CFTC - *Commodity Futures Trading Commission*

CME - *Chicago Mercantile Exchange*

CMN - Conselho Monetário Nacional

CSO - *Chief Supervision Officer*

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

ECN - *Electronic Communication Networks*

EUREX - *European Exchange*

FINRA - *Financial Industry Regulatory Authority*

FSA - *Financial Services Authority*

IOSCO - *International Organization of Securities Commissions*

LSE - *London Stock Exchange*

NASDAQ *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*

NSE - *National Stock Exchange*

NASD - *National Association of Securities Dealers*

OSC - *Ontario Securities Commission*

PCX - *Pacific Stock Exchange*

PTS - *Proprietary Trading Systems*

RS - *Market Regulation Services Inc.*

S&L - *Savings and Loan*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SFE - *Sydney Futures Exchange*

SOMA - *Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S.A*

TSE - *Toronto Stock Exchange*

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo investigar a nova estrutura organizacional adotada pelas bolsas, após sua conversão de associações mutualísticas para sociedades por ações, processo que foi denominado “desmutualização”. Procura-se estudar as razões que levaram essas instituições a promoverem essa alteração de arquitetura organizacional, bem como as conseqüências dessas mudanças, em especial para o adequado cumprimento, pelas bolsas, de seus deveres de entidades auto-reguladoras. A pesquisa objetiva ainda avaliar o tratamento dado pelos órgãos reguladores estatais aos problemas decorrentes dessa transformação organizacional, em especial à questão do possível conflito de interesses entre a função de entidade auto-reguladora e a finalidade lucrativa da bolsa, estruturada sob a forma de sociedades por ações.

O trabalho está dividido em seis capítulos. O primeiro deles tem um caráter introdutório, no qual são resumidos os principais temas relacionados à desmutualização das bolsas e apresentados os objetivos da pesquisa e as justificativas para sua realização. A seguir, é apresentada uma discussão sobre as controvérsias existentes na tarefa de conceituação de bolsa, com destaque para a problemática concernente às bolsas de valores, particularmente no caso brasileiro, em especial após a edição da Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007. Ainda no capítulo primeiro, analisam-se os conceitos de hetero e auto-regulação, bem como a importância da bolsa como reguladora do mercado de capitais.

O segundo capítulo cuida de uma apresentação da importância das bolsas para o desenvolvimento econômico, tanto nos casos das bolsas de valores quanto das bolsas de mercadorias e futuros. O capítulo é finalizado com uma breve discussão sobre os aspectos econômicos subjacentes às diversas alternativas de organização das bolsas.

A seguir, o capítulo três apresenta a origem histórica e a evolução legislativa das bolsas, nos casos das bolsas de valores de Nova York, Londres e Paris. A análise dessas três bolsas é focada nas suas origens e desenvolvimento até o início do século XX. Após, analisa-se a evolução normativa no Brasil a respeito da organização e funcionamento das bolsas, a partir do século XIX. Também é feita uma breve apresentação da controvérsia doutrinária que envolveu a natureza jurídica dessas instituições até a década de 1960.

No quarto capítulo são apresentadas algumas mudanças recentes nos mercados financeiro e de capitais mundiais, com destaque para os fatores que impulsionaram os processos de desmutualização observados, não apenas nas bolsas mas também em outros setores da economia, como na atividade securitária, nas associações de poupança e empréstimo e nas cooperativas agrícolas. São ainda apresentados alguns trabalhos empíricos que objetivaram avaliar os impactos dos processos de desmutualização para a eficiência e a lucratividade das bolsas, em especial nos casos em que elas obtiveram registro de companhias abertas e lançaram ações no mercado. Faz-se, ainda, um levantamento de algumas modalidades de conflitos entre os objetivos comerciais derivados da finalidade lucrativa das bolsas e a necessidade de que essas instituições cumpram seu dever de entidades auto-reguladoras.

O capítulo cinco explora as soluções utilizadas pelos órgãos reguladores estrangeiros, relativamente às novas questões advindas dos processos de desmutualização. Observa-se que as soluções adotadas fazem uso de práticas diferenciadas de governança corporativa como meio adequado para o tratamento dos conflitos de interesses entre os objetivos de lucro e de regulação das bolsas. É dado destaque para os arranjos de governança adotados, especialmente (i) a composição do conselho de administração, (ii) as restrições à propriedade das ações ou ao exercício do direito de voto, (iii) as estruturas organizacionais internas e (iv) as exigências de informações dos órgãos reguladores oficiais.

O último capítulo analisa as soluções adotadas no caso brasileiro, com a edição da Instrução CVM n.º 461/07, que, dentre outros objetivos, buscou estabelecer regras de constituição, organização e funcionamento das bolsas adequadas a sua nova forma de organização como companhias. À época de sua edição, tanto a Bolsa de Valores de São Paulo quanto a Bolsa de Mercadorias & Futuros já haviam finalizado seus processos de desmutualização. É feita uma avaliação das opções utilizadas pelo regulador brasileiro, à luz da experiência estrangeira. O trabalho se encerra com as considerações finais e as referências bibliográficas utilizadas.

CAPÍTULO I. ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

1.1. O tema a ser desenvolvido e suas limitações

Tradicionalmente, as bolsas foram estruturadas como organizações mutualísticas, nas quais a possibilidade de utilização direta dos serviços por elas oferecidos estava atrelada à participação no capital. Assim, como regra geral, o acesso aos sistemas de negociação dependeria da aquisição de um título patrimonial da bolsa.

Entretanto, nos últimos vinte e cinco anos ocorreram significativas mudanças nas estruturas organizacionais das bolsas, na medida em que estas se converteram em entidades com fins lucrativos – mais especificamente, sociedades anônimas - processo que tem sido chamado de “desmutualização”. Em muitos casos, essa alteração foi sucedida pela abertura de capital e, em outros, por fusões com outras bolsas.¹

Tais mudanças podem ser atribuídas a dois fatores principais. Em primeiro lugar, ao desenvolvimento tecnológico e sua aplicação à atividade de negociação de ativos financeiros. E, em segundo lugar, ao aumento de competição entre as bolsas, que abandonaram um ambiente quase monopolístico em suas regiões de atuação e passaram a disputar mercado competitivamente, seja com outras bolsas, seja com outros participantes do mercado que passaram a oferecer os mesmos serviços.

A primeira bolsa a ser constituída sob a forma de sociedade anônima foi a Bolsa de Valores de Estocolmo, em 1993. A iniciativa pioneira da bolsa sueca foi seguida de diversas outras: Bolsa de Valores de Helsinque (1995), Índia (1995), Copenhague (1996), Amsterdã (1997), Sidney (1996), Toronto, Londres e Hong Kong (2000) e, mais recentemente, a *New York Stock Exchange* (2006). Além das bolsas de valores, bolsas de derivativos também passaram pelo mesmo processo, como é o caso da *Chicago Mercantile Exchange*, da *London*

¹ Neste trabalho, será utilizado o termo “bolsa” como referência indistinta às bolsas de valores e às bolsas de mercadorias e futuros, na forma adotada pela Lei n.º 6.385/76. Nestas duas categorias há apenas duas bolsas em operação no país, a Bolsa de Valores de São Paulo S.A. (BVSP S.A.) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros S.A. (BM&F S.A.). Segundo a doutrina, são duas espécies de um mesmo gênero (BARRETO FILHO, Oscar. *Natureza jurídica das bolsas de valores no Direito brasileiro*, p. 244). Ficam excluídas da análise outras “bolsas” não pertencentes a qualquer uma destas duas categorias, como as “bolsas de mercadorias”, em razão de sua menor representatividade econômica e a conseqüente ausência de regulação mais específica.

International Financial Futures and Options Exchange, da *Chicago Board of Trade* e da EUREX.

Mais recentemente, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) também passaram a se organizar sob a forma de sociedades anônimas, inclusive com registro de companhias abertas. Outras iniciativas no mesmo sentido foram feitas pelas bolsas de diversos outros países emergentes, como África do Sul, Sri Lanka, Paquistão e Filipinas.

A nova estrutura organizacional das bolsas, resultante desse processo de mudança, apresenta uma série de questões, até então inéditas no estudo dessas organizações. As bolsas são entidades auto-reguladoras (na maioria das vezes por imposição legal, como no caso brasileiro) e, como tais, estabelecem padrões de listagem para as companhias abertas, regras de comportamento para os participantes, supervisionam a negociação dos ativos financeiros admitidos à negociação e realizam inspeções periódicas nos seus membros, dentre outras tarefas.

Todavia, em face da nova estrutura organizacional como sociedade anônima, há potenciais conflitos de interesses entre o exercício da função de auto-regulação e o fito de lucro. Em face dessa novidade, diversas soluções têm sido propostas para evitar, ou, na medida do possível, atenuar tais conflitos. Dentre elas, a exigência de novos padrões de governança corporativa, com aumento da transparência das suas atividades de bolsa, a adoção de estruturas organizacionais específicas e limitações à propriedade das ações.

As bolsas de hoje são o resultado de um longo processo evolutivo, que teve início há alguns séculos. Na sua origem, as operações de compra e venda de ativos financeiros ocorriam em locais públicos, com o encontro de compradores e vendedores em esquinas ou estabelecimentos de livre acesso. No exterior, estruturas organizacionais formalmente estabelecidas surgiram a partir do século XVIII, depois que os operadores decidiram mover o ponto de encontro de realização de negócios para lugares fechados e estabelecer regras de acesso ao referido local.² Para melhor estruturar esses locais destinados à negociação de ativos financeiros, os corretores criaram organizações mutualísticas, com um número limitado de membros.

² A respeito dos aspectos históricos da evolução das bolsas, vide, dentre outros, MICHIE, Ranald. *The London and the New York Stock Exchanges*, p. 171-187.

A princípio, tais organizações não tinham o objetivo de gerar e distribuir lucros a seus participantes. Seu objetivo era o de auxiliar os membros (corretores) na prestação de serviços aos clientes, que dependiam da intermediação para realizar suas operações. Nessa medida, as bolsas eram consideradas “clubes”³ administrados pelas mesmas pessoas que usufruíam - com exclusividade - dos serviços por elas prestados. Nessa estrutura de governança, como regra geral, as decisões eram tomadas com base em votações nas quais cada membro possuía direito a um voto.

Tal forma de organização não é imune a deficiências.⁴ Quando a propriedade do capital da bolsa é dos próprios corretores que lá operam, estes tendem a perseguir os próprios interesses, na participação no processo decisório interno à organização, em vez de objetivar a eficiência no funcionamento da bolsa ou a obtenção de lucros em sua atividade, uma vez que esta não foi constituída com a finalidade de distribuição de superávits financeiros.

Treptow apresenta alguns exemplos dessa ineficiência, como a demora na adoção de sistemas eletrônicos de negociação, em favor do tradicional pregão de viva voz, e a lentidão no estabelecimento de políticas de cobrança pelo fornecimento de dados sobre a negociação.⁵ A ineficiência também se estende a outros aspectos como o inadequado monitoramento das atividades internas (do ponto de vista da produtividade) e as práticas de governança sujeitas a inúmeras contestações.⁶

Ainda sob a perspectiva histórica, outro aspecto a se considerar é o fato de que as bolsas viveram por muitos anos em ambientes de verdadeiro monopólio, ou, pelo menos, em condições de limitada concorrência. Nesse particular, uma das poucas exceções é o caso americano, em que a *New York Stock Exchange* (NYSE) competiu com diversas bolsas regionais no final do século XIX e início do século XX. Posteriormente, a maior parte do mercado de ações convergiu para dois grandes centros de liquidez, a própria NYSE e o

³ A analogia é recorrente na literatura e é usada, por exemplo, por TREPTOW, Felix. *The economics of demutualization*, p. 2.

⁴ Vide HART, Oliver e MOORE, John. *The governance of exchanges*, p. 53 e ss.

⁵ TREPTOW, op. cit., p. 2 e ss.

⁶ Como exemplo recente de práticas inadequadas de governança, tem-se o exemplo da polêmica em torno da remuneração paga ao então principal executivo da NYSE, Richard Grasso, superior a US\$ 130 milhões (vide PENSKI, Rachel. *The case of CEO Richard Grasso and the NYSE*, p. 339 e ss.).

mercado eletrônico NASDAQ, a primeira com as ações consideradas *blue chips* e o segundo com as ações emitidas por companhias do setor de tecnologia.

Os limites de atuação de cada bolsa eram determinados a partir de fronteiras geográficas, que não podiam ser suplantadas por iniciativa própria das bolsas. Essa falta de competição também contribuiu decisivamente para o surgimento de mais ineficiências, como a falta de investimentos em tecnologia. De outro lado, os usuários dos serviços das bolsas (*e.g.*, companhias ou investidores) encontravam-se atrelados à bolsa localmente estabelecida e seus respectivos membros, como únicos provedores de serviços.

Todavia, tais limitações de cunho monopolístico desapareceram nos últimos anos, e as bolsas hoje competem entre si (mesmo sob a forma de competição transfronteiriça) e são orientadas para o atendimento das necessidades do mercado e para a geração de lucro – uma vez que as alterações de cunho político (como a redução das barreiras à competição) e os avanços tecnológicos foram fundamentais para a mudança ora observada.

Ademais, tanto em âmbito nacional quanto internacional, a desregulamentação e a maior liberdade na movimentação de capitais tiveram início. Concomitantemente com o processo de globalização, o setor de serviços financeiros se transformou. Diversas barreiras legais foram removidas, com a harmonização das regras que regulavam o mercado financeiro e de capitais, bem como as instituições participantes.⁷ Adicionalmente, a implementação do euro enquanto unidade monetária única simplificou sobremaneira a realização de operações dentro da União Européia, o que facilitou o fluxo de recursos e possibilitou a comparação de preços e qualidade dos serviços prestados, com o reforço da competição.

Os avanços na tecnologia de informação e comunicação foram o outro grande impulsionador das mudanças observadas nas bolsas ao redor do mundo. São inegáveis os avanços na automação e uso intensivo de computadores em cada estágio da indústria financeira, nos últimos anos. Esse desenvolvimento foi fundamental para a ampliação da oferta de serviços financeiros, que também reduziu os tempos de execução de ordens para frações de segundo.

No caso das bolsas, a tecnologia possui um impacto adicional e importante para a análise aqui desenvolvida: houve um incremento no desenvolvimento e implementação de

⁷ Dentre as diversas mudanças observadas, podemos citar a reforma do mercado de capitais britânico de 1986 (apelidada de *big bang*), a Diretiva de Serviços Financeiros de 1993 e a série de quatro *Finanzmarktförderungsgesetze* na Alemanha, de 1990 a 2002.

plataformas eletrônicas de negociação de ativos financeiros, que demandaram vultosos investimentos e cuja rentabilidade dependeria enormemente de economias de escala. Tais plataformas de negociação foram desenvolvidas não apenas pelas próprias bolsas (por aquelas que não retardaram demasiadamente os investimentos em tecnologia), mas também por outros participantes do mercado (nos países em que tais iniciativas eram permitidas), o que deu origem aos chamados *Alternative Trading Systems* (ATS).⁸

Tais sistemas permitiam que ordens de compra e venda de ativos financeiros fossem cumpridas sem que as operações tivessem que ocorrer na bolsa, viabilizando uma interação mais próxima entre comprador e vendedor. O impacto dessa iniciativa foi sentido pelas bolsas, pois tais redes de comunicação passaram a representar fortes competidores na atividade por elas explorada. Para certas ações, Macey e O'Hara relatam que as ECNs e ATSS chegaram a atingir participação de 20% nas operações realizadas no mercado americano no ano de 1997.⁹

Por fim, ainda em relação à competição, as tecnologias de direcionamento de ordens de compra e venda e a possibilidade de acesso remoto às diversas redes de negociação de valores mobiliários tornam irrelevante a localização geográfica do centro de liquidez, do intermediário ou do investidor interessado em realizar operações. Esse fato possibilitou a competição entre bolsas situadas em locais distantes – no caso brasileiro, um bom exemplo é a disseminação do uso dos *American Depositary Receipts* (ADRs), que são recibos de depósitos de valores mobiliários de companhias brasileiras, negociados nos Estados Unidos.

Assim, a sobreposição desses fatores políticos e tecnológicos provocou alterações irremediáveis na forma de organização das bolsas, que abandonaram seu tradicional formato de entidade mutualística sem fins lucrativos. A bolsa tradicional deixou de atender às necessidades impostas pela nova realidade do mercado. Mas, na qualidade de sociedades anônimas, passaram a contar com vantagens comparativas importantes.

Dentre essas vantagens, podemos citar melhores oportunidades de modernização tecnológica, possibilidade de uso de novas ações como meio de pagamento em aquisições ou fusões, implementação de uma administração mais ágil, flexível e com foco em resultados, criação de liquidez para a participação no capital dos antigos membros (que se

⁸ Os ATSS também são referidos na literatura especializada como *Electronic Communications Networks* (ECN) ou mesmo *Proprietary Trading Systems* (PTS).

⁹ MACEY, Jonathan; O'HARA, Maureen. *Regulating exchanges and alternative trading systems*, p. 19.

tornam acionistas), uso de melhores alternativas de captação de novos recursos (por meio de emissões públicas), maior propensão a expandir o número de pessoas com acesso a seus sistemas e assim por diante.¹⁰

O processo de “desmutualização” possui pelo menos duas fases bem definidas: inicialmente, com a conversão da bolsa em uma sociedade (em geral, sociedade anônima); depois, com a venda de participações para investidores que não sejam usuários de seus serviços. Em muitos casos a desmutualização é seguida pela colocação de ações, no mercado, por meio de uma oferta pública. Todavia, ao contrário do observado no Brasil, nem todas as bolsas promoveram a abertura do capital imediatamente após a desmutualização.

Nesse processo, o resultado final traz importantes conseqüências: (i) não há mais uma identidade entre os detentores do capital da sociedade (que também são aqueles que, pelo menos a princípio, detêm o poder de controle) e os usuários de seus serviços; e (ii) uma vez que não são beneficiados diretamente pelos serviços prestados pelas bolsas, os proprietários das ações estão apenas interessados na criação de valor (*shareholder value*), o que passa a ser a orientação para todas as decisões da companhia.¹¹

Especialmente na Europa e nos Estados Unidos, esses processos de mudança organizacional já se encontram em estágios avançados. De acordo com dados de 2005 da Federação Internacional das Bolsas de Valores, 90% das bolsas situadas em países desenvolvidos já finalizaram seus processos de “desmutualização”.¹²

Assim, é preciso reconhecer que, no estudo do funcionamento de uma bolsa, seja ela uma associação ou uma sociedade anônima – é insuficiente concebê-la como uma “caixa preta”.¹³ Qualquer abordagem que ignore sua estrutura interna, como aquela que identifica a bolsa somente como um sistema de negociação, uma função de produção ou um instrumento impessoal dirigido por administradores profissionais desprezará aspectos importantes que explicam sua natureza e comportamento.¹⁴

¹⁰ Para uma extensa lista de vantagens, vide LEE, Ruben. *Changing market structures, demutualization and the future of securities trading*, p. 297-298.

¹¹ Para uma discussão a respeito, vide STEIL, Benn. *Changes in the ownership and governance of securities exchanges*, p. 61-91.

¹² WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Cost & revenue survey 2005*, p. 8 e ss.

¹³ A expressão é de LEE, Ruben. *What is an exchange?*, p. 8.

¹⁴ LEE, op. cit., p. 8.

Essas mudanças ocorridas nas formas de organização das bolsas mereceram intenso debate no exterior, tanto no meio acadêmico quanto empresarial, em especial em face do relevante papel desempenhado por tais entidades enquanto auto-reguladoras. Em sua primeira análise sobre a matéria, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) registrou que a questão fundamental em matéria de regulação é saber se essas mudanças vão comprometer a destinação de recursos e a capacidade de uma bolsa de atender a suas responsabilidades de regulação e de interesse público, de forma apropriada.¹⁵ Nessa medida, a questão central seria administrar os possíveis conflitos de interesses entre os objetivos comerciais das bolsas (agora com finalidade lucrativa) e suas obrigações enquanto auto-reguladoras.

A doutrina estrangeira identifica diversas fontes potenciais de conflitos. É evidente que estes variam de acordo com a situação fática, uma vez que, apesar de sempre carregarem o ônus de entidades auto-reguladoras, nem todas as bolsas desempenham os mesmos papéis. Mas o receio é que a administração da bolsa preocupe-se exclusivamente com a criação de valor para o acionista, em prejuízo do interesse público inerente à atividade de auto-regulação.

Diversos exemplos de conflitos de interesses podem ser apresentados: no seu papel de supervisão da negociação e das companhias listadas (se for o caso), a administração da bolsa pode se sentir motivada a não adotar medidas que reduzam o volume de operações (como a suspensão da negociação de uma ação), mas que seriam necessárias para o melhor funcionamento do mercado. Outro exemplo de conflito seria a redução do orçamento das áreas responsáveis pelas funções de auto-regulação, quando houver necessidade de melhorar o desempenho financeiro da bolsa. Conflitos podem ainda surgir na supervisão de membros ou companhias listadas que explorem serviços similares àqueles oferecidos pela própria bolsa ou seus acionistas majoritários.¹⁶

A auto-regulação é um componente importante para o mercado. Os próprios participantes a entendem como necessária à confiança dos investidores no seu adequado funcionamento. Adicionalmente, as bolsas reforçam o papel exercido pelos próprios órgãos

¹⁵ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Discussion paper on stock exchange demutualization*, p. 1.

¹⁶ A lista de conflitos é extensa e não se limita aos exemplos apresentados. Para uma ampla análise, vide CARSON, John W. *Conflicts of interest in self-regulation*, p.10 e ss.

oficiais. Dentre outras vantagens, as regras editadas no contexto da auto-regulação possuem maior aceitação que aquelas impostas por agências governamentais.¹⁷

Em face de um potencial aumento dos conflitos de interesses, diversas bolsas e órgãos reguladores têm apresentado soluções que buscam limitar os seus efeitos nocivos no processo decisório interno à bolsa. Alternativas mais radicais seriam a vedação à conversão das bolsas em sociedades anônimas ou a transferência de toda a responsabilidade de supervisão do mercado para a hetero-regulação, mas, nos países estudados, nenhuma dessas opções foi adotada até o momento.

A solução mais comum é a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa pela bolsa, que podem incluir medidas como (i) exigências para substancial participação de pessoas independentes no conselho de administração; (ii) requisitos adicionais de transparência de suas atividades; (iii) mecanismos aperfeiçoados de prestação de contas, em especial com o objetivo de informar adequadamente o órgão regulador estatal; (iv) divisões internas de atividades e tratamento adequado das relações hierárquicas, de forma a isolar os processos decisórios relativos às atividades comerciais e de auto-regulação; e (v) restrições à propriedade das ações de emissão da bolsa ou ao exercício do direito de voto.

Observa-se que medidas dessa natureza foram adotadas por diversas bolsas ao redor do mundo, e têm servido de referência para os órgãos reguladores de países que estão na iminência de enfrentar tais processos de mudança em suas bolsas locais. Certos autores entendem que essas medidas não solucionam a questão, uma vez que as práticas de governança corporativa não têm se mostrado uma solução perfeita mesmo para sociedades com atividades menos reguladas e com menor interesse público envolvido.¹⁸

Não obstante suas limitações e a inaplicabilidade de uma única solução a todos os casos, a governança corporativa surge como uma alternativa para mitigar a ocorrência de conflitos. Aliás, mesmo antes do recente fenômeno da “desmutualização”, no caso das bolsas a matéria recebia alguma atenção. Tome-se como exemplo o *Securities Exchange Act*, que trata das bolsas de valores constituídas nos Estados Unidos. Segundo tal lei, a bolsa tem a

¹⁷ Para uma extensa lista de argumentos em favor da auto-regulação, vide LEE, Ruben. *What is an exchange?*, p. 190-191.

¹⁸ Segundo Caroline Bradley, ‘*there are reasons to doubt the effectiveness of corporate governance measures as protections for the interests of shareholders, even in more ordinary business*’ (BRADLEY, Caroline. *Demutualization of financial exchanges*, p. 683).

obrigação de garantir que pelo menos um *director* seja representante dos emissores ou investidores, sem ligação com qualquer membro ou intermediário.¹⁹ Regra semelhante foi incluída na hoje revogada Resolução CMN n.º 2.690, que exige que no conselho de administração da bolsa de valores haja um membro indicado por investidores individuais e outro por companhias abertas. Por sua vez, a Instrução CVM n.º 461/07, que passou a disciplinar a organização e o funcionamento das bolsas posteriormente ao processo de “desmutualização”, exigiu uma maioria de conselheiros independentes no conselho de administração da entidade administradora do mercado de bolsa.

Assim, sobre o tema da nova forma de organização das bolsas, pelo menos três questões iniciais se apresentam: (i) como a arquitetura organizacional e a estrutura de governança de uma bolsa podem afetar seu comportamento e, conseqüentemente, o funcionamento do mercado por ela mantido e o cumprimento de seus deveres legais; (ii) quais são as estruturas organizacionais adotadas pelas bolsas no exterior; (iii) a solução adotada pelo órgão regulador brasileiro, consubstanciada na Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007, atende às necessidades de defesa do interesse público inerente à atividade bursátil?

Entende-se que a estrutura de governança adotada por uma organização será aquela que minimize os custos combinados para todos os interessados no seu funcionamento.²⁰ Nesse sentido, merecem uma avaliação mais cuidadosa a distribuição da propriedade e do controle na organização em mudança, na transição de uma associação sem fins lucrativos e com poucos membros (todos eles usuários dos próprios serviços fornecidos pela bolsa) para uma sociedade anônima, com a desvinculação entre os serviços oferecidos e a propriedade das ações por ela emitidas.

Assim, o tema apresentado é relevante e constitui o fio condutor deste trabalho. As bolsas são importantes para um mercado financeiro e de capitais eficiente e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico do país. Suas regras e procedimentos de *enforcement* são importantes para a transparência dos preços e redução do custo de capital e, nesse contexto, a estrutura de governança das bolsas é fundamental para se atingir tais objetivos. Assim, espera-se contribuir para um melhor entendimento das transformações que

¹⁹ Section 6, (b), (3) do *Securities Exchange Act* de 1934.

²⁰ A respeito, vide HANSMANN, Harry B. *The role of the nonprofit enterprise*, p. 835 e ss.

têm ocorrido no setor financeiro, em especial no tocante àquelas atividades desempenhadas pelas bolsas de valores e bolsas de mercadorias e futuros.

Sob a perspectiva acadêmica, apenas recentemente tiveram início trabalhos no exterior que tratam da questão das bolsas “desmutualizadas”, uma vez que se trata de fenômeno relativamente recente. De qualquer forma, há uma substancial produção acadêmica acerca do funcionamento dos mercados mantidos pelas bolsas, mas um número limitado de pesquisas sobre suas estruturas de governança e seu impacto sobre a eficiência do mercado e o interesse público.

Assim, o presente trabalho se propõe a investigar os desafios trazidos pelas novas formas de organização das bolsas de valores e de mercadorias e futuros, com um aprofundamento das novas questões trazidas com a adoção do formato de sociedade anônima. Também serão analisados os diversos aspectos ligados ao conflito de interesses entre o dever de auto-regulação e a administração da bolsa sob o novo regime organizacional.

Um segundo ponto que também constitui objeto de estudo nesta pesquisa é a recente alteração do paradigma regulatório aplicável à constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas. Apesar de a hoje revogada Resolução CMN n.º 2.690 admitir desde 2000 a constituição de uma bolsa enquanto sociedade anônima, esse mesmo normativo era omissivo quanto a especificidades – em especial no tocante às práticas de governança – que as entidades que optassem por esta alternativa societária deveriam adotar.

Em resposta a essa evidente inadequação da regulamentação, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a já referida Instrução CVM n.º 461/07, que passou a regular a matéria sob uma nova perspectiva, de forma a considerar a nova realidade societária das bolsas de valores e bolsas de mercadorias e futuros. Assim, é necessária uma avaliação crítica desse novo normativo, de forma a se verificar em que medida as alternativas adotadas pela regulação estatal representam um tratamento adequado aos conflitos de interesse inerentes à nova forma de organização das bolsas.

1.2. A bolsa: definições

1.2.1. A evolução do seu conceito no Brasil e no exterior

Há muitos anos o preciso alcance do termo bolsa tem sido objeto de controvérsias. A legislação brasileira em vigor não apresenta um conceito, cabendo tal tarefa à doutrina, e, mais recentemente, à regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários. Essa ausência de conceituação mais precisa não é exclusiva do caso brasileiro. Também em outros países (*e.g.*, Estados Unidos) a definição de bolsa foi objeto de discussão na literatura e mesmo a regulamentação estatal se mostrou vacilante, em especial após o surgimento de diversos sistemas de negociação que passaram a oferecer concorrência às “bolsas” formalmente reconhecidas.

Carvalho de Mendonça já observava que a expressão bolsa tem vários sentidos, como (i) a reunião em intervalos periódicos de pessoas interessadas em realizar operações financeiras; (ii) o local de realização dessa reunião; ou (iii) “o complexo de operações realizadas durante um das suas sessões”.²¹ A esses três sentidos acrescenta ainda Aloysio Lopes Pontes o de “entidade que processa as negociações de títulos, valores e outros bens, com toda a aparelhagem e organização para isso necessárias”.²²

Nos termos do art. 17 da Lei n.º 6.385/76, entende-se que as bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros “terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial”, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. O parágrafo único do mesmo artigo estabelece ainda que as bolsas são “órgãos auxiliares” da CVM, incumbindo a elas fiscalizar “os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”. Mas não se conceitua o que deve ser considerado uma “bolsa”.

Contudo, com a edição da Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007, o órgão regulador do mercado de capitais optou por atacar a questão de forma mais direta, pois, até então, a regulamentação infralegal também não definia com precisão o que poderia ser considerado uma “bolsa”. O art. 1º do Regulamento Anexo à Resolução CMN n.º 2.690, de 28 de janeiro de 2000 (norma que tratava das bolsas até a edição da Instrução CVM n.º 461/07), estabelecia o conteúdo mínimo do objeto social das bolsas de valores e condicionava o exercício de outras atividades não expressamente previstas à aprovação da Comissão de

²¹ CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. 6, p. 278.

²² PONTES, Aloysio L. *Instituições financeiras privadas*, p. 279. Sobre as diversas acepções da palavra bolsa, vide ainda BARRETO FILHO, O. *Natureza jurídica das bolsas de valores no Direito brasileiro*, p. 13 e ss.; BULGARELLI, W. *Bolsa de valores*, p. 66-67.

Valores Mobiliários.²³ Dentre as atividades das bolsas estavam “manter local ou sistema adequado à realização de operações”, estruturando o referido local ou sistema com todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações. Tais sistemas devem propiciar continuidade de preços e liquidez, com ampla e tempestiva divulgação ao mercado das informações.

O estudo da regulamentação editada anteriormente à Resolução CMN n.º 2.690/00 revela que, desde a década de 1960, quando foi editada a Resolução CMN n.º 39, de 20 de outubro de 1966, o Conselho Monetário Nacional não apresentou grandes inovações no que considerava ser o objeto social das bolsas de valores. Os três primeiros incisos do art. 1º do regulamento instituído pela Resolução CMN n.º 2.690/00 já constavam do texto da norma de 1966, com pouquíssimas alterações. E assim foram mantidos na Resolução CMN n.º 922, de 15 de maio de 1984, e na Resolução CMN n.º 1.656, de 26 de outubro de 1989, normas posteriores que sucederam à regulamentação original de 1966 e precederam a Resolução CMN n.º 2.690/00.

A norma editada pela CVM em 2007 representou um rompimento do modelo regulatório que perdurava desde 1966, sendo sua publicação motivada precipuamente pelo movimento de “desmutualização” da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F). A Instrução CVM n.º 461/07 introduziu o conceito de “mercados regulamentados de valores mobiliários”, que se subdivide em dois gêneros, os

²³ “Art. 1º As bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, tendo por objeto social: I - manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes; II - dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações; III - estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e/ou valores mobiliários; IV - criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores, sem prejuízo de igual competência da Comissão de Valores Mobiliários, que poderá, inclusive, estabelecer limites mínimos considerados razoáveis em relação ao valor monetário das referidas ordens; V - efetuar registro das operações; VI - preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo, para esse fim, normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência, aos infratores; VII - divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes; VIII - conceder, à sociedade membro, crédito para assistência de liquidez, com vistas a resolver situação transitória, até o limite do valor de seus títulos patrimoniais ou de outros ativos especificados no estatuto social mediante apresentação de garantias subsidiárias adequadas, observado o que a respeito dispuser a legislação aplicável; e IX - exercer outras atividades expressamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. (...)”

mercados organizados e o mercado de balcão não-organizado.²⁴ A primeira categoria possui duas espécies, o mercado organizado de bolsa e o mercado organizado de balcão. Por sua vez, o mercado organizado de bolsa comporta duas subespécies, as bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros.

Para funcionar, qualquer entidade administradora de mercado organizado depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários, sendo este mercado definido como “o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros”.²⁵ A definição é aplicável tanto ao mercado de bolsa quanto ao balcão organizado.

Já o contraste entre o mercado de bolsa e o de balcão organizado sempre foi objeto de debates. A doutrina pátria reconhecia que, com os avanços tecnológicos, as diferenças em termos de funcionalidade entre os dois mercados eram pequenas.²⁶ Mesmo no Brasil, com a edição da Instrução CVM n.º 243, de 1º de março de 1996, que pela primeira vez regulamentou o funcionamento do mercado de balcão organizado, não obstante a existência de uma assimetria regulamentar entre as duas categorias, a distinção clara entre “bolsa” e “mercado de balcão organizado” ficou prejudicada.²⁷ A situação tornou-se ainda mais confusa quando a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) promoveu a incorporação da SOMA –

²⁴ Conforme depreende-se do art. 4º da própria Instrução CVM n.º 461/07, o mercado de balcão não-organizado se caracteriza pela negociação bilateral de valores mobiliários, fora dos sistemas das bolsas e do mercado de balcão organizado, com a participação de instituições integrantes do sistema de distribuição.

²⁵ Art. 3º, *caput* da Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007.

²⁶ A respeito, registra Eduardo Salomão Neto: “A existência e regulamentação de um mercado assim [balcão organizado] é favorecida nos dias que correm pelo desenvolvimento de sistemas de informática, que possibilitam a criação de um verdadeiro espaço virtual de negociações e contraposição de ofertas de compra e venda, sem a necessidade de presença física dos ofertantes. Esse espaço virtual borra a distinção tradicional entre bolsa e mercado de balcão, tornando possível também no último os leilões de ofertas” (SALOMÃO NETO, E. *Nova regulamentação do mercado de balcão organizado*, p. 102 e ss.).

²⁷ Sobre o regime da Instrução CVM n.º 243/96, registram Andrezo e Lima: “As EMBO [entidades do mercado de balcão] organizado e as bolsas de valores prestam serviços semelhantes a seus membros e investidores. Não há qualquer limite de quantidade de ativos ou tamanho para uma companhia abrir o capital e listar seus valores mobiliários para negociação em bolsas de valores; porém, em geral, as empresas listadas em bolsa são companhias de maior porte. [...] A transparência na formação de preços, a natureza dos serviços prestados a seus membros e aos investidores, bem como a característica de auto-regulação, tornam as EMBOs e as bolsas de valores bastante semelhantes. A principal diferença consiste historicamente na inexistência de pregão viva-voz nas EMBOs, o que se esmaeceu no caso brasileiro, com a extinção do pregão viva-voz da Bovespa em 2005. Resta, ainda, a diferença em termos de custos. [...] O mercado de balcão organizado visa a ampliar o acesso de companhias ao mercado de capitais, podendo representar uma porta de entrada para o mercado de capitais para companhias de menor porte ou pouco conhecidas pelos investidores” (ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran S. *Mercado financeiro*, p. 284-285).

Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S.A., única instituição autorizada a manter um mercado de balcão organizado no país, e integrou os respectivos sistemas de negociação.

A diferenciação entre os dois mercados organizados – bolsa e balcão organizado - foi explorada pelo órgão regulador na nova regulamentação. Todavia, em vez de adotar uma diferenciação conceitual, a CVM preferiu efetuar uma abordagem por ela denominada como “classificatória”, tomando como ponto de partida “a presença, no caso concreto, de determinados atributos considerados inerentes aos mercados (...)”.²⁸ Os atributos exclusivos do mercado de balcão organizado seriam:

- a) a existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente, em negociação bilateral;²⁹
- b) a possibilidade de atuação no mercado sem a intervenção de um integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários (“acesso direto”);
- c) a faculdade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas.

Outras características diferenciadoras desses dois tipos de mercado dependeriam de uma avaliação de cada situação concreta, sendo três os aspectos que o órgão regulador deve considerar em cada mercado organizado:

²⁸ Sobre a opção pela abordagem “classificatória” em detrimento de uma conceitual, registrou a CVM que “[...] não é possível afirmar, a priori, que uma abordagem classificatória produza maior ou menor nível de segurança jurídica e regulatória que a conceitual, como demonstram, por exemplo, as discussões que por mais de uma década tiveram lugar nos Estados Unidos a respeito do conceito de bolsa”. (SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de análise SDM*, p. 3-5).

²⁹ A norma não precisa o que deve se considerar um “sistema de registro”, sendo que, como é óbvio, tanto a bolsa quanto a entidade de balcão organizado devem necessariamente registrar todas as operações realizadas. Todavia, no caso específico a diferenciação diz respeito ao registro de operações previamente realizadas, no caso, fora do espaço físico ou sistema eletrônico destinado à realização dos negócios. Trata-se do caso típico de operações com negociação bilateral, em que o contato e a negociação entre os intermediários ocorrem por meio de contato telefônico. No caso de valores mobiliários, é o que se observa na negociação de debêntures, de algumas cotas de fundos de investimento e de contratos derivativos não admitidos à negociação em bolsa (*OTC derivatives*). Nestas operações resultantes de contatos bilaterais entre os participantes do mercado, a regulamentação exige o seu registro, em entidades autorizadas, de cada operação realizada. A mesma exigência existe para fins tributários, especificamente no caso de contratos derivativos não-padronizados, que devem ser registrados em entidades autorizadas, para viabilizar a dedução dos valores pagos da base de cálculo do imposto de renda. Diversas Resoluções do Conselho Monetário Nacional obrigam que os ativos sejam registrados na CETIP ou SELIC. Dentre elas a Resolução CMN n.º 1.779, de 20 de dezembro de 1990, que dispõe em seu art. 1º que “as instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil somente poderão admitir em suas respectivas carteiras, e naquelas relativas aos fundos por elas administrados, títulos públicos e privados, devidamente registrados, conforme o caso, no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) ou no Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), ou em qualquer outro sistema de custódia e de liquidação que venha a ser autorizado pelo Banco Central”

- a) as regras para a formação dos preços nas operações realizadas nos ambientes ou sistemas de negociação;
- b) o volume de operações realizadas;
- c) o perfil do público investidor.

Com relação à formação de preços, a CVM definiu previamente as características necessárias a cada uma das modalidades de mercado. Segundo o art. 65 da Instrução CVM n.º 461/07, a negociação na bolsa deveria funcionar “regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários”.³⁰ Como alternativa, seria ainda admitida a existência de formadores de mercado na bolsa, os denominados *market makers*, que atuam de forma a fomentar a liquidez de determinados valores mobiliários, por meio da constante colocação de ofertas de compra e venda, de forma a incentivar a realização de negócios, respeitadas determinadas limitações.³¹

Na esteira da já referida similitude funcional entre a bolsa e o balcão organizado, a Instrução CVM n.º 461/07 admite que este último também funcione enquanto sistema centralizado e multilateral de negociação ou com a utilização de formadores de mercado, neste último caso, sem as mesmas limitações aplicáveis ao caso das bolsas. Ou seja, no que toca à formação de preços nos dois mercados não há diferenças muito significativas, sem falar que ambos devem obedecer à necessidade de regular, adequada e eficiente formação de preços, e à pronta realização, visibilidade e registro das operações.³²

Um segundo aspecto considerado pelo órgão regulador na diferenciação entre bolsa ou balcão organizado diz respeito ao volume de operações cursadas no mercado. O texto da norma não especifica previamente quais os parâmetros que serão utilizados para se aferir se

³⁰ O parágrafo único do art. 65 do mesmo normativo define sistema centralizado e multilateral como “aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema”.

³¹ O art. 65 da Instrução CVM n.º 461/07 estabelece algumas limitações para a atividade dos *market makers* na bolsa: “Art. 65. Consideram-se mercados de bolsa aqueles que: [...] II - permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que: a) a atuação do formador de mercado seja regulada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação; b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo formador de mercado; e c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio. [...]”

³² Instrução CVM n.º 461/07. arts. 73, I e II e 84, *caput*.

determinado “volume de operações” caracteriza uma atividade como típica de bolsa ou balcão organizado. Também não informa a metodologia de cálculo desse volume de operações (se por número de operações, por volume financeiro, por quantidade de valores mobiliários ou com uma combinação destes ou outros critérios). Sem surpresa, este ponto do uso do volume como elemento diferenciador foi objeto de inúmeras críticas, no período de audiência pública da minuta de instrução que resultou na regra em vigor.

Um dos pontos destacados pelos opositores a este critério diz respeito à experiência internacional, reveladora de que tanto os mercados de bolsa quanto de balcão organizado podem acusar grandes volumes de operações. No último haveria uma predominância de investidores institucionais, com um menor número de operações, mas com valor financeiro elevado. Por sua vez, nos mercados de bolsa haveria um grande número de operações, com maior participação de pessoas naturais, mas com valores médios mais baixos, por operação.

Em defesa de sua proposta, a CVM registrou que “(...) o volume operado – seja no mercado como um todo, seja em um valor mobiliário específico – é considerado por diversos reguladores como um aspecto importante para a intensidade da tutela regulatória incidente sobre seus mercados. (...) [O] aumento de volume parece mesmo importante para informar as preocupações relativas ao funcionamento eficiente dos mercados e à proteção dos investidores, bem como para direcionar as prioridades da própria CVM (...)”.³³ A avaliação do volume negociado seria associada ao perfil do público investidor, o último aspecto a ser considerado pela CVM na classificação de um mercado como bolsa ou balcão organizado.

A exemplo do que ocorreu com o critério anterior, de volume negociado, a CVM não inseriu no texto da norma o detalhamento de sua aplicação. Todavia, em resposta à crítica de um participante do mercado de que “(...) tanto investidores institucionais como de varejo podem se utilizar de qualquer dos modelos de mercado, dependendo de seus objetivos em negócios específicos”, a CVM deixou claro que não seria admitida a criação de mercados de balcão organizado voltados para os investidores de varejo, o que seria papel de um mercado de bolsa.³⁴

³³ SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de análise SDM*, p. 9-10. Para uma apresentação de outras críticas ao regime da Instrução CVM n.º 461/07, vide o capítulo VI.

³⁴ SANTOS, op. cit., p. 10.

Assim, descontadas as operações exclusivas de balcão organizado, e considerada a semelhança funcional entre o mercado de bolsa e de balcão organizado, em termos práticos a diferenciação seria feita pela CVM, caso a caso, em análise fundamentada, considerados dois fatores, a saber, o volume de operações e o perfil do público investidor. Mas é importante destacar que essa avaliação ocorrerá tanto por ocasião do pedido de autorização para funcionar, obrigatoriamente submetido à CVM antes do início das operações, quanto a qualquer momento, quando o órgão regulador entender que as “características concretas” do mercado de balcão organizado constituem razão suficiente para sua transformação em mercado de bolsa.³⁵

Mas a complexidade em torno do alcance da expressão “bolsa” não se limita ao caso brasileiro. No exterior a matéria tem sido objeto de inúmeras controvérsias, em grande parte motivadas pelas rápidas transformações observadas nos mercados financeiros e de capitais, em especial com os avanços na aplicação da tecnologia à negociação de ativos financeiros. Assim, em outros países, diversos sistemas eletrônicos de negociação foram criados sem que necessariamente se registrassem como “bolsas”.³⁶

Nos Estados Unidos, encontra-se a mesma dificuldade, mesmo com a existência de uma definição para a expressão “bolsa” (*exchange*, no original) no *Securities Exchange Act* de 1934 (§3 (a) (1)). A definição criada pelo legislador americano foi objeto de muitas críticas, pois considera que, dentre outras características, pode-se considerar uma bolsa “qualquer organização, associação ou grupo de pessoas que constituam, mantenham ou ofereçam um local para funcionamento de um mercado ou instalações para aproximar compradores e vendedores de valores mobiliários, ou para desempenhar as funções normalmente exercidas por uma bolsa, na forma com que o termo é geralmente entendido, incluindo o local e as instalações mantidas pela bolsa”.³⁷

³⁵ Instrução CVM n.º 461/07, art. 6º, *caput*. A mesma instrução assegura que uma exigência dessa natureza seria precedida de um processo administrativo em que seriam garantidos o contraditório e a ampla defesa.

³⁶ É o caso das *Electronic Communication Networks* (ECN), *Automated Trading Systems* (ATS) e *Proprietary Trading Systems* (PTS).

³⁷ No original, “*The term ‘exchange’ means any organization, association, or group of persons, whether incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood, and includes the market place and the market facilities maintained by such exchange*”.

A definição apresentada pela legislação americana é alvo de inúmeras críticas. Ruben Lee a considera muito ampla e ambígua, cabendo ainda reconhecer que “(...) a confluência do desenvolvimento da tecnologia com a opacidade do conceito legal ou das interpretações da SEC significam que a definição não é mais útil para se determinar se uma instituição em particular deve ou não ser considerada uma bolsa”.³⁸ De qualquer forma, três aspectos básicos poderiam ser identificados, com base nas interpretações da *Securities and Exchange Commission* (SEC) aplicadas a casos concretos e em razão de algumas discussões no Poder Judiciário.

A primeira característica de uma bolsa diz respeito à centralização das operações em um único sistema de negociação (ou “local”). Na aferição dessa “centralização”, historicamente foram consideradas cinco variáveis distintas, que poderiam ser consideradas de forma isolada ou cumulativa na caracterização de um sistema de negociação como “bolsa”: (i) a existência de ofertas de compra e venda em único canal de negociação, de forma que exista competição entre elas; (ii) o funcionamento do sistema deveria considerar a prioridade de melhores preços na execução de ofertas de compra e venda; (iii) a obrigatoriedade de utilização do sistema da bolsa para se realizar operações com os valores mobiliários nele admitidos à negociação; (iv) a participação relativa do volume de operações de um sistema no contexto geral das operações ocorridas em outros sistemas de negociação; e (v) a existência de um pregão, um local físico destinado à realização de operações com valores mobiliários.³⁹

A presença de uma ou mais de uma dessas características poderia implicar a exigência de que o sistema de negociação obtivesse a autorização da SEC para funcionar como bolsa de valores. Mas a “centralização” não era o único aspecto considerado. Em uma segunda etapa o órgão regulador deveria considerar três fatores inter-relacionados: (i) a existência de cotações para ofertas de compra e venda de forma contínua, de forma que os investidores pudessem esperar que suas ordens seriam cumpridas a qualquer tempo; (ii) a presença de liquidez; e (iii) de volumes negociados minimamente relevantes. Finalmente, a terceira etapa na caracterização da “bolsa” diz respeito ao necessário oferecimento de um mecanismo de execução de operações, bem como de transparência dos preços praticados por meio desse mecanismo.

³⁸ LEE, Ruben. *What is an exchange?*, p. 285.

³⁹ LEE, op. cit., p. 281-82.

A esses três aspectos Domowitz e Lee acrescentam um outro, relativo à estrutura de propriedade, regras de acesso e administração da bolsa. O *Securities Exchange Act* exigia que os membros das bolsas possuíssem representantes na sua Administração, de forma a dirigir a instituição. Adicionalmente, apesar da exigência não constar expressamente da lei, observam os dois autores que todos os membros das bolsas americanos possuíam registro como corretores (*broker-dealers*).⁴⁰

Mesmo em face da relativa dificuldade de se aplicar a definição a casos concretos, em função da multiplicidade de variáveis que deveriam ser consideradas, durante muitos anos a controvérsia em torno da definição dada pelo legislador americano foi limitada pela própria realidade do mercado: a estrutura e o funcionamento das bolsas não sofreram grandes mudanças ao longo de décadas. Todavia, com o desenvolvimento tecnológico começaram a surgir os sistemas de negociação proprietários (*Proprietary Trading Systems - PTS*), que passaram a funcionar como alternativa às bolsas então constituídas, especialmente a partir da segunda metade da década de 1980.⁴¹

Esses sistemas de negociação (muitas vezes referidos como *Electronic Communication Networks - ECNs* e mais recentemente como *Alternative Trading Systems - ATS*) provocaram um amplo debate acerca dos limites da definição de “bolsa de valores” contida no *Securities Exchange Act* de 1934. Algumas discussões foram levadas à apreciação do Poder Judiciário, pois o órgão regulador americano se recusara a impor aos ATS as mesmas exigências aplicáveis às bolsas.

Na análise do caso *Board of Trade of the City of Chicago v. SEC*, o juiz responsável pela apreciação da matéria reconheceu que a definição contida no *Securities Exchange Act* não era clara e solicitou a manifestação da SEC sobre o caso.⁴² No caso, duas

⁴⁰ DOMOWITZ, Ian; LEE, Ruben. *On the road to Reg ATS*, p. 292.

⁴¹ As ECNs permitem que investidores institucionais (e mesmo ocasionalmente de varejo) negociem diretamente uns com os outros, sem a intervenção de um formador de mercado. Assim, os usuários das ECNs podem comprar e vender valores mobiliários a preços situados entre os preços da oferta de compra e da oferta de venda colocadas pelo formador (*bid-ask spread*). As ECNs funcionam como um mecanismo de conciliação de ofertas e seus mantenedores, e, apesar de possuírem registro de intermediários (*broker-dealer*), não mantêm um saldo de ações em carteira para atender às necessidades dos clientes. Assim, elas não conseguem atender diretamente a um comprador ou vendedor que deseja negociar um grande lote de ações, que passaria a depender de uma outra contraparte. Também podem não conseguir realizar muitas operações em momentos de crise no mercado, quando pode ocorrer um enxugamento da liquidez. Para uma descrição mais detalhada do funcionamento das ECNs, vide COFFEE JR., John; SELIGMAN, Joel. *Securities regulation*, p. 28-29.

⁴² No original, “*The statute is not crystal clear*”. Vide uma análise do caso em JENNINGS, Richard. W. *et al. Securities regulation*, p. 610 e ss.

bolsas de Chicago solicitavam que um sistema de negociação denominado “Delta” cumprisse as mesmas exigências aplicáveis às bolsas, o que a *Securities and Exchange Commission* (SEC) se recusou a exigir.

No entender do órgão regulador, a definição de “bolsa” contida na legislação não poderia ser aplicada extensivamente, o que resultaria na criação de uma “camisa de força” para o mercado e inibiria o surgimento de inovações, a competição e a evolução da forma de sua forma de organização. Os elementos diferenciadores da bolsa em relação a outros sistemas de negociação seriam quatro: (i) negociação centralizada; (ii) existência ininterrupta de ofertas de compra e de venda; (iii) liquidez; e (iv) padronização dos contratos e da forma de negociação. Segundo a SEC, uma vez que o sistema “Delta” não congregava as quatro características, não deveria ser considerado uma “bolsa”, na forma prevista no *Securities Exchange Act*.⁴³

A decisão judicial respeitou os critérios utilizados pela agência reguladora, que, no caso concreto, teria ponderado adequadamente, de um lado a proteção aos investidores, e, de outro, a necessidade de não criar óbices ao desenvolvimento do mercado, em especial ao não cercear a competição e o aparecimento de inovações como era o caso do sistema Delta. A literatura reconhece que, no início da década de 1990 a exigência de que um ATS deveria obedecer ao regramento aplicável às bolsas traria dificuldades práticas consideráveis.

Por exemplo, Jennings *et al.* lembram que a estrutura do *Securities Exchange Act* de 1934 trabalhava com a idéia de bolsas como entidades sem fins lucrativos, constituídas e administradas pelos próprios membros, o que não acontecia com os ATS, que eram mantidos por uma instituição do mercado ou um pequeno grupo delas, com o fito de lucro. Outra dificuldade seria a criação de uma taxionomia apropriada a tais sistemas de negociação, que variavam significativamente na forma de funcionamento, público-alvo, volume negociado, valores mobiliários admitidos à negociação e assim por diante. Qualquer tentativa de classificação poderia fracassar em razão da falta de uniformidade no seu funcionamento ou mesmo em face do acelerado surgimento de novos sistemas de negociação.⁴⁴

Todavia, a postura da *Securities and Exchange Commission* (SEC) no início do desenvolvimento dos ATS não representava um completo desinteresse pela atuação desses

⁴³ JENNINGS, Richard. W. *et al. Securities regulation*, p. 612.

⁴⁴ JENNINGS, op. cit., p. 616-617.

mecanismos alternativos de negociação às bolsas. O órgão regulador considerava dois aspectos na análise de custo-benefício de uma intervenção no seu funcionamento, ainda que para exigir deles o atendimento às exigências aplicáveis às bolsas: em primeiro lugar, ao longo da primeira metade da década de 1990 ainda representavam um volume muito baixo vis-à-vis ao número de operações observadas nas bolsas tradicionais. Em segundo lugar, evitava-se que uma atuação mais contundente da SEC pudesse inibir o surgimento de novos mecanismos de negociação ou mesmo o aperfeiçoamento daqueles já existentes – ainda que a regulação da matéria não buscasse especificamente esse efeito.

Todavia, com o maior desenvolvimento dos ATSs, a criação de um arcabouço regulatório próprio tornou-se inevitável. Em 1997, o volume negociado nesses sistemas já ultrapassara 20% do observado no sistema de negociação NASDAQ. Em face desse crescimento, a SEC enfrentou três desafios principais:

- a) a existência de uma assimetria nas regras de acesso: os ATS eram voltados para investidores institucionais, de grande porte financeiro, que administravam os riscos de suas contrapartes. Assim, os investidores individuais, de menor porte, poderiam não conseguir acesso às operações cursadas nos ATS e ser prejudicados nos casos em que nesses sistemas os preços fossem melhores que aqueles observados nos mercados principais;
- b) a falta de transparência das ofertas praticadas nos ATS: os preços praticados nesses sistemas nem sempre eram apresentados ao público em geral e dificultavam a verificação do cumprimento de ordens pelos intermediários, ao melhor preço possível;
- c) a supervisão das operações cursadas nos ATSs: ao contrário das bolsas, que, como auto-reguladoras, contavam com a existência de áreas voltadas para o acompanhamento do mercado, os sistemas alternativos de negociação não possuíam tais estruturas, o que dificultava a verificação da ocorrência de irregularidades e poderia prejudicar o combate à ocorrência de manipulação de preços e outros abusos.

A postura tradicional da SEC em relação à regulação dos mercados organizados se alterou em 1999, com a edição da *Regulation ATS*, que passou a tratar os diversos sistemas de negociação não classificados como bolsas de valores. Segundo a nova interpretação dada

por esse órgão regulador – em revisão da interpretação do caso que envolveu o sistema “Delta” - seriam considerados sistemas de negociação sujeitos à nova disciplina da *Regulation ATS* qualquer “(...) organização, associação ou grupo de pessoas que (1) agrupa ofertas de diversos compradores e vendedores e (2) utiliza métodos não-discrecionários e pré-definidos (seja por oferecer mecanismos que viabilizem as operações ou um conjunto de regras) por meio dos quais há interação das ofertas, de forma que os compradores e vendedores responsáveis pelas ofertas possam concordar em realizar os negócios”.⁴⁵

Na forma da nova regulamentação, os ATS que se adequassem às exigências contidas na nova norma estavam isentos das obrigatoriedades aplicáveis às bolsas de valores, mas foram estabelecidos patamares crescentes de exigências em função dos volumes negociados em cada sistema. O princípio subjacente ao normativo era o de que sistemas com baixos volumes cumpririam um conjunto de regras mais limitado e menos oneroso, ao passo que aqueles com atividade mais intensa teriam um conjunto de obrigações ampliadas, mas sem atingir os mesmos patamares aplicáveis às bolsas.

Por exemplo, nos ATS em que os volumes negociados fossem inferiores a 5% total do mercado, haveria apenas a obrigatoriedade de (i) apresentar relatórios trimestrais à SEC sobre suas atividades; (ii) manter arquivos das operações realizadas, de forma a possibilitar a realização de auditorias quando necessário; e (iii) não utilizar o termo “bolsa” ou similar em sua denominação.⁴⁶ Nos casos de sistemas de negociação que superassem essa barreira, haveria a obrigatoriedade adicional de disseminação pública das melhores ofertas, bem como deveria ser franqueado acesso a todos os intermediários interessados em realizar negócios.⁴⁷

A classificação como “bolsa” resulta em determinadas responsabilidades, uma vez que, como regra, são entidades auto-reguladoras. Há uma longa lista de encargos: a bolsa deve fiscalizar o comportamento de seus membros buscando verificar o cumprimento das regras editadas por ela ou pelas autoridades. As regras das bolsas devem ainda ser editadas de forma a evitar a ocorrência de condutas atentatórias ao regular funcionamento das operações,

⁴⁵ DOMOWITZ, Ian; LEE, Ruben. *On the road to Reg ATS*, p. 293.

⁴⁶ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*, p. 773.

⁴⁷ Paralelamente à edição da *Regulation ATS*, a SEC também editou a *Rule 13b-16*, que estabeleceu a previsão de que, em função do volume negociado em um ATS, a SEC poderia determinar que o sistema obtivesse registro como uma bolsa, sendo então aplicáveis todas as regras relativas a essa categoria de instituição.

como a manipulação de preços ou a criação de condições artificiais de demanda ou oferta. Têm ainda a obrigação de fomentar a cooperação e coordenação entre os participantes, de forma a facilitar a ocorrência das operações. Suas normas devem ainda ser submetidas às autoridades para aprovação, e a bolsa deve demonstrar capacidade técnica e financeira para a manutenção contínua dos mercados sob sua responsabilidade.⁴⁸

No caso americano, o surgimento de novos sistemas de negociação implicou a criação de um regramento próprio e diferenciado da tradicional abordagem aplicável às bolsas, implementada na década de 1930. Em outros países, problemas semelhantes também foram enfrentados, com soluções também diferenciadas em cada caso.

Na Alemanha também não existe uma definição legal para a expressão “bolsa”, de forma que a jurisprudência e a doutrina se encarregam da tarefa. Assim como ocorreu nos Estados Unidos, tornaram-se obsoletas tanto a idéia de “local” para a realização das operações (em decorrência do desenvolvimento dos sistemas eletrônicos de negociação), quanto o princípio de “centralização” das ofertas de compra e venda para a realização de negócios, em face da proliferação de diversas ECNs que mantêm tais sistemas em funcionamento, e, em certa medida, também atraem essas ofertas para seus próprios livros.

Sobre o caso alemão, registra Siegfried Kümpel que “parece imperioso considerar a qualidade da formação dos preços no desenvolvimento de um conceito bursátil moderno”, em função de sua importância para a proteção ao investidor. Essa qualidade na formação dos preços dependeria da aplicação de dois princípios, o da imparcialidade e da neutralidade, que deveriam ser perseguidos pela regulamentação estatal.⁴⁹

A imparcialidade seria consubstanciada no dever de que o corretor não pode dar tratamento diferenciado a uma das partes de uma operação. Por sua vez, a neutralidade caracterizar-se-ia pela impossibilidade de favorecimento dos interesses do próprio corretor, em detrimento de seus clientes. Destaque-se que a obediência a esses dois princípios não é observada em certos sistemas de negociação, nos quais o operador responsável pelo sistema torna-se também parte contratante, o que implicaria uma fixação “unilateral” do preço.⁵⁰

⁴⁸ Essas são obrigações aplicáveis às bolsas de forma geral, na maior parte dos países (Vide DOMOWITZ, I.; LEE, R. *On the road to Reg ATS*, p. 283).

⁴⁹ KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*, p. 89.

⁵⁰ Completa o professor alemão: “Os sistemas de negociação de balcão são organizados predominantemente de tal forma, que diferem claramente das organizações de mercado no sentido da Lei das Bolsas de Valores. Isso se aplica principalmente aos sistemas de negociação nos quais o operador (o proprietário da plataforma de

A partir desses princípios, Siegfried Kümpel chega a propor uma conceituação para a bolsa de valores: “um sistema de negociação regularmente acessível, com períodos curtos entre o fechamento e a abertura para negociação, no qual se possibilita a conclusão de negócios entre os participantes do mercado sobre os objetos nele negociados, com uma fixação neutra e transparente de preço”.⁵¹ A questão da neutralidade e da transparência se coadunaria ainda com a Diretiva do Abuso de Mercado, que exige dos Estados-membros o combate à manipulação de cotações e preços de mercado no âmbito da Comunidade Européia.⁵²

Em estudo comparado de diversas regulamentações de países diferentes, Zufferey e Tschanz-Norton verificam que na maior parte dos casos, a exemplo do ocorrido na Alemanha, não há um conceito fixado na legislação para a expressão “bolsa”. As diferentes formas de tratamento da questão podem se divididas em três categorias. Na primeira, no que os autores consideram uma “abordagem específica”, há uma única bolsa em funcionamento, expressamente reconhecida como tal na lei, razão pela qual não haveria motivação suficiente para um desenvolvimento do conceito, das limitações à sua atuação e para a caracterização das atividades de outras organizações como típicas de bolsa. Esse é o caso de Luxemburgo.⁵³

A segunda abordagem observada diz respeito àqueles países em que o modelo de regulação da bolsa é formado por um conjunto de regras editadas para regular entidades previamente criadas, bem conhecidas e proeminentes, que, em certa medida, em termos práticos adquiriram um certo caráter oficial. Segundo Zufferey e Tschanz-Norton, nesses casos “uma definição explícita do conceito de bolsa de valores parece supérflua, pois quando a intervenção estatal ocorre, as entidades a ela sujeitas são claramente identificáveis”.⁵⁴ Esses seriam os exemplos dos Estados Unidos, por ocasião da edição do *Securities Exchange Act*, do Japão, Grã-Bretanha, Espanha, Itália e França.

negociação) exerce simultaneamente a função de formador de mercado (*market maker*), no intuito de proporcionar suficiente liquidez ao seu sistema. Dessa maneira, o próprio operador do sistema, como *market maker*, torna-se parte contratante em cada negócio com valores mobiliários concluído, negociando assim por sua conta e risco. Contrariamente, é típico das Bolsas de Valores no sentido jurídico *stricto sensu*, que somente seja permitida a conclusão de negócios entre os participantes do mercado admitidos ou com a participação de *market makers* indicados, mas jamais com o próprio operador do mercado, pois o organizador das operações com valores mobiliários em Bolsa não aceita riscos associados às conclusões de negócios”. (KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*, p. 87-88).

⁵¹ KÜMPEL, op. cit., p. 93.

⁵² Diretiva 2003/6/CE, de 28 de janeiro de 2003.

⁵³ ZUFFEREY, Jean-Baptiste; TSCHANZ-NORTON, Margaret. *Regulation of trading systems on financial markets*, p. 171.

⁵⁴ ZUFFEREY; TSCHANZ-NORTON, op. cit., p. 172.

Finalmente, há uma terceira abordagem, bem semelhante à anterior. O legislador não define exatamente o que considera ser uma bolsa, mas, nesse terceiro caso, por razão distinta. Torna-se evidente que a função de manutenção de um mercado pode ser assegurada por diversos sistemas diferentes, cujas características não poderiam ser unificadas em uma única definição abstrata. Essa abordagem, mais moderna, respeita a constatação de que os avanços tecnológicos não permitem ao legislador determinar, com antecedência, a estrutura e forma de funcionamento dos sistemas de negociação no futuro. Esse seria o caso da regulação na Áustria, Dinamarca, Suíça, e, mais recentemente, na Alemanha e nos Estados Unidos.⁵⁵

1.2.2. As bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros

Não obstante certas diferenças - que serão detalhadas neste trabalho - sob o ponto de vista da sua constituição e organização, a análise conjunta da estrutura e do funcionamento das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros não é despropositada. Oscar Barreto Filho já registrava que o gênero “bolsas de comércio” comportava duas espécies, as “bolsas de mercadorias” e as “bolsas de valores”.⁵⁶ Estudos mais recentes corroboram tal possibilidade de análise conjunta - “as diferenciações decorrem, muito mais, das peculiaridades dos instrumentos a cada caso negociados”.⁵⁷

Com a edição da Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, que deu nova redação a diversos dispositivos da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o legislador passou a fazer referência expressa às duas categorias (“bolsas de valores” e “bolsas de mercadorias e futuros”) na própria lei do mercado de capitais. Ambas categorias já eram referidas na regulamentação infralegal, em especial nas resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) e das instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), todavia, com abordagens completamente distintas até o ano de 2002.⁵⁸

⁵⁵ ZUFFEREY, Jean-Baptiste; TSCHANZ-NORTON, Margaret. *Regulation of trading systems on financial markets*, p. 174-175.

⁵⁶ BARRETO FILHO, O. *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*, p. 9.

⁵⁷ YAZBEK, O. *Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras*, p. 139.

⁵⁸ As bolsas de mercadorias e futuros receberam pouca atenção dos órgãos reguladores até a edição da Lei n.º 10.303/01 - parcialmente motivada pela limitada representatividade dos mercados de derivativos fora das próprias bolsas de valores até meados da década de oitenta do século passado. O impulso maior deu-se com a entrada em

Uma análise da regulamentação posterior à edição da Lei n.º 4.728/65 revela que o Conselho Monetário Nacional decidiu pela criação de diversas regras de organização interna à bolsa de valores, em face da ampla liberdade concedida pelo Código Civil de 1916, no tocante às associações. Mas o mesmo não foi observado em relação às bolsas de mercadorias e futuros, mesmo após o desenvolvimento dos mercados de derivativos no país, a partir de meados da década de 1980.

Assim, a regulamentação editada a partir da Lei n.º 4.728/65 passou a determinar o conteúdo mínimo para o estatuto social da bolsa de valores, com a criação de um conselho de administração, atribuição de determinadas responsabilidades específicas para o superintendente-geral, regras de admissão e desligamento de membros, seus direitos e deveres e assim por diante. Os títulos patrimoniais importariam direito de voto (mantida a relação um título – um voto) e sua quantidade e valores iniciais seriam fixados pelo órgão regulador. As demonstrações financeiras seriam apuradas conforme os critérios adotados para as sociedades anônimas, com obrigatoriedade de auditoria independente.

A regulamentação estabelecia, ainda, regras quanto ao tamanho e composição do conselho de administração, duração dos respectivos mandatos, hipóteses de impedimento, bem como a competência do órgão. Regras detalhadas quanto às responsabilidades e poderes do superintendente-geral também foram criadas. Foram ainda incluídas regras de admissão de novos membros: a regra geral do art. 30 (no caso da Resolução CMN n.º 2.690) era que “somente ao representante da sociedade membro é permitido operar nos pregões e sistemas da bolsa de valores”, e o acesso de outras pessoas dependeria de aprovação estatal.⁵⁹

A despeito de ter sido editada originalmente com o objetivo de regulamentar a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores, com o passar do tempo a aplicação da Resolução CMN n.º 2.690/00 foi ampliada para alcançar ainda as bolsas de

funcionamento da Bolsa Mercantil e de Futuros em 1986 (hoje, Bolsa de Mercadorias e Futuros), posteriormente objeto de fusão com a tradicional Bolsa de Mercadorias de São Paulo (em 1991). Mesmo assim, as normas específicas para as bolsas de mercadorias e futuros eram de limitado alcance, como é o caso da Resolução CMN n.º 1.190, de 17 de setembro de 1986 e da Resolução CMN n.º 1.645, de 6 de outubro de 1989, que não regulamentavam em detalhes sua forma de organização. A Resolução CMN n.º 1.645 reservava ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários o poder de suspender a execução de normas das bolsas de mercadorias e futuros consideradas “inadequadas”, bem como obrigar à adoção de medidas julgadas necessárias ao bom funcionamento do mercado.

⁵⁹ Após a Lei n.º 4.728/65, foram editados cinco normativos específicos para regular a constituição, a organização, o funcionamento e a extinção das bolsas de valores: a Resolução CMN n.º 39 de 20 de outubro de 1966; a Resolução CMN n.º 922, de 15 de maio de 1984; a Resolução CMN n.º 1.656, de 26 de outubro de 1989; a Resolução CMN n.º 2.690, de 28 de janeiro de 2000; e a Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007.

mercadorias e futuros, que foram incluídas sob a competência regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários após a edição da Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. Com a alteração legislativa, a Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, passou a ser aplicável ao mercado de derivativos.⁶⁰

Ademais, a Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, também promoveu uma alteração na redação do art. 18 da Lei n.º 6.385/76, de forma que a competência para regular as atividades das bolsas de valores, antes atribuída ao Conselho Monetário Nacional, passou para a Comissão de Valores Mobiliários. A nova redação do art. 18 também estendeu essa competência para as bolsas de mercadorias e futuros.⁶¹

Em face da ampliação de sua competência, no início a CVM optou por não editar uma norma específica aplicável às bolsas de mercadorias e futuros, mas sim por estender o alcance da Resolução CMN n.º 2.690/00, ainda em vigor. Assim, em 5 de março de 2002, foi editada a Instrução CVM n.º 362, estabelecendo que a referida resolução se aplicaria às bolsas de mercadorias e futuros, “no que couber”. Tal instrução foi editada enquanto “norma transitória”, segundo informou sua ementa, mas perdurou até outubro de 2007, com a superveniência da Instrução CVM n.º 461/07.

Com a edição da Instrução CVM n.º 461/07, as bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros passaram a compor o grupo “mercados organizados de bolsa”, que comportaria as duas subespécies. Apesar da previsão legal quanto à possibilidade de

⁶⁰ A Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, deu nova redação ao art. 1º da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que passou a contar com o seguinte texto: “Art. 1º - Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (...) II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e a intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (...)”.

⁶¹ Com as alterações trazidas pela Lei n.º 10.303/01, a redação do art. 18 da Lei n.º 6.385/76 passou a ser a seguinte: “Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - editar normas gerais sobre: [...] c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento; d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa; f) administração das bolsas; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas bolsas ou seus membros, quando for o caso; f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso; [...] h) condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento [...]”.

existência das duas categorias, a regulamentação da CVM não diferencia as bolsas de valores das bolsas de mercadorias e futuros. Pelo menos quanto à sua constituição, organização, funcionamento e extinção, o tratamento dado pela agência reguladora é o mesmo. Apesar de certas diferenças na sua atuação – uma vez que, pelo menos até o momento, exploram nichos diferentes de mercado, a norma da CVM não delimitou o campo de atuação de uma e outra, como o fez para os mercados de bolsa (indistintamente, bolsa de valores ou de mercadorias e futuros) e de balcão organizado.

De qualquer forma, atualmente apenas duas instituições funcionam efetivamente no país, a primeira delas a Bolsa de Valores de São Paulo S.A. (BVSP S.A.). Em termos de volume financeiro negociado, considerados os primeiros seis meses de 2007, a Bovespa seria a 21ª maior bolsa de valores do mundo e a 7ª se considerados apenas os mercados emergentes. Na América Latina, a Bovespa é bem representativa: no mesmo período o volume financeiro representou 71% do total negociado na região, e o valor de mercado das companhias atingiu 55% do total da capitalização de mercado.⁶²

Na Bovespa são negociados valores mobiliários de renda variável (mais de 99,9% do volume financeiro nos seis primeiros meses de 2007), basicamente ações, divididos entre mercados à vista, a termo e de opções sobre ações. A partir de 2005 (até o fim do primeiro semestre de 2007), foi observado um crescimento considerável no número de ofertas públicas de ações, com 117 ofertas registradas, das quais 83 de companhias em processo de abertura de capital.⁶³

Até agosto de 2007, a Bovespa estava constituída sob a forma de uma associação, que cuidava da administração dos mercados de valores mobiliários. Seus associados eram corretoras de valores, detentoras de títulos patrimoniais, que, dentro de certos limites, asseguravam acesso aos sistemas de negociação. Salvo algumas exceções (para certos intermediários que atuavam exclusivamente em mercados de renda fixa, pouco representativos no contexto das operações da bolsa), a propriedade de um título patrimonial era uma condição necessária para o acesso aos sistemas de negociação da Bovespa.

As atividades da Bovespa não eram desempenhadas unicamente pela associação. Havia ainda uma outra sociedade, a Bovespa Serviços S.A., controlada pela

⁶² BOVESPA HOLDING S.A. *Prospecto definitivo...*, p. 128 e 139.

⁶³ BOVESPA HOLDING S.A., *op. cit.*, p. 140.

associação Bovespa e que tinha por objeto a prestação de serviços para a própria bolsa e outras sociedades. E a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), que atuava como depositária das ações passíveis de negociação na Bovespa e cuidava da compensação, liquidação e gerenciamento de risco das operações cursadas naquela bolsa.

A Bovespa Serviços S.A. era controlada pela Bovespa e mantinha uma participação de 19,6% na CBLC (os demais acionistas da CBLC eram basicamente bancos e sociedades corretoras de valores). Para viabilizar a desmutualização houve uma reestruturação societária, com uma redução de capital na Bovespa Serviços S.A., com entrega da sua participação na CBLC para a Bovespa. A associação Bovespa sofreu ainda uma cisão parcial, com incorporação das parcelas cindidas na Bovespa Holding S.A. e na Bolsa de Valores de São Paulo S.A. Assim, a Bovespa Holding S.A. passou a ser a companhia detentora da totalidade do capital da Bolsa de Valores de São Paulo S.A. (que, em termos práticos, assumiu as atividades operacionais da antiga associação Bovespa) e da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC)⁶⁴.

Finalmente, foi ainda constituída a associação Bovespa Supervisão de Mercados (BSM), com contribuições igualitárias da Bolsa de Valores de São Paulo S.A. e da CBLC, com o objetivo de supervisionar e fiscalizar as operações realizadas em ambas as companhias, e, assim, atender à obrigatoriedade de auto-regulação exigida pela lei. Assim, a estrutura societária passou a contar com uma sociedade *holding*, com registro de companhia aberta, com duas subsidiárias integrais (CBLC e BVSP S.A.), que, por sua vez, constituíram uma associação que cuida das atividades inerentes às funções de auto-regulação.⁶⁵

Já na outra categoria de entidade administradora de mercado de bolsa, tem-se a Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A. (BM&F), que também passou pelo processo de desmutualização em 2007. Trata-se de uma bolsa criada na década de 1980, inicialmente especializada na negociação de contratos derivativos, especialmente contratos futuros. Com o passar dos anos suas atividades se diversificaram e hoje incluem a negociação de títulos

⁶⁴ Os demais acionistas da CBLC realizaram uma permuta de suas participações societárias por ações da Bovespa Holding S.A.

⁶⁵ A abertura de capital da Bovespa Holding S.A. foi considerada um grande sucesso. Nos primeiros dias de negociação houve alta significativa em relação ao preço de colocação dos papéis, com expressiva participação de investidores individuais.

públicos, a prestação de serviços de compensação e liquidação de câmbio, a manutenção de um serviço de registro de operações em balcão e outras atividades no setor financeiro.

Ao contrário do que ocorre com a Bovespa, em que as atividades de compensação e liquidação de operações são realizadas por uma sociedade diversa daquela que mantém o sistema de negociação, na BM&F essas atividades estão centralizadas em uma única pessoa jurídica.⁶⁶ Considerado o critério de número de contratos futuros negociados no período de janeiro a maio de 2007, a Bolsa de Mercadorias & Futuros pode ser considerada a quarta maior bolsa de derivativos do mundo, atrás da *Chicago Mercantile Exchange* (CME), da *Eurex Deutschland* e da *Euronext*, com uma participação de mais de 6% no volume global.⁶⁷

A maior parte dos contratos negociados na BM&F utiliza como referência as variações das taxas de juros, de moedas estrangeiras ou do índice de ações Ibovespa. A negociação de contratos derivativos tem apresentado um crescimento significativo. No período de janeiro a setembro de 2007 foram negociados diariamente 1,8 milhão de contratos, o que representa um crescimento de mais de 60% em relação ao mesmo período do ano anterior, que, por sua vez, alcançara um crescimento de mais de 37% em relação a 2005.⁶⁸

A efetiva desmutualização da BM&F ocorreu em 1º de outubro de 2007, com a cisão parcial da associação Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), com versão da parcela cindida para a Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A.. Após a cisão, a associação passou a se dedicar a atividades de natureza educacional, esportiva e assistencial, enquanto a sociedade anônima criada assumiu as atividades operacionais da associação anteriores à cisão, que incluíam a manutenção dos sistemas de negociação, liquidação e compensação de operações. Os antigos associados passaram a deter participação acionária na nova companhia, que posteriormente obteve registro de companhia aberta e promoveu o lançamento das ações na Bolsa de Valores de São Paulo S.A.

1.3. Regulação e auto-regulação

⁶⁶ A exemplo do que ocorre com diversas outras bolsas, como a *Chicago Mercantile Exchange* (CME).

⁶⁷ BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS S.A. *Prospecto definitivo...*, p. 147.

⁶⁸ BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS S.A., *op. cit.*, p. 13.

1.3.1. Aspectos introdutórios

A intervenção estatal na economia constitui uma opção política, e, no caso do mercado de capitais, em geral é implementada por meio de edição de leis e normas infralegais que disciplinam o seu funcionamento. Pode o Estado optar por uma política liberal e permitir a livre atividade dos agentes econômicos, sem adotar qualquer forma de interferência. Mas no mercado de capitais, esse modelo liberal é praticamente inexistente.

De outro lado, o Estado também pode optar por determinada atuação, não obstante o grau de intervencionismo deva variar de acordo com o caso concreto. Nesta segunda hipótese, dois fatores não podem ser esquecidos: (i) a intervenção não pode tolher totalmente a liberdade de movimento das forças de mercado; e (ii) as limitações impostas devem eliminar ou reduzir as imperfeições - ou “falhas de mercado” - resultantes da total liberdade dos agentes.⁶⁹

Essa intervenção estatal na economia pode ocorrer de diversas formas. Eros Roberto Grau propõe uma classificação que divide a atuação do Estado em três categorias. Em primeiro lugar, há a intervenção por absorção ou participação, que se caracteriza pela ação direta do Estado como agente econômico, ao assumir integralmente o controle dos meios de produção. No caso da intervenção por absorção, ele o faz em regime de monopólio e, na intervenção por participação, atua em regime competitivo, paralelamente a empresas privadas que atuam no mesmo setor de atividades.

Uma segunda classificação apresentada pelo ilustre professor diz respeito à intervenção por direção, que ocorrerá quando o Estado atua enquanto regulador da atividade econômica, ao estabelecer mecanismos e normas de comportamento compulsório para os agentes econômicos. Por fim, a última classificação proposta por Grau é a intervenção por indução, observável quando o Estado “manipula os instrumentos de intervenção em consonância e na conformidade das leis que regem o funcionamento dos mercados”.⁷⁰ Ao contrário da classificação anterior, em geral na intervenção por indução não há comandos imperativos, normas cogentes que compelem o comportamento do agente privado, mas sim

⁶⁹ EIZIRIK, Nelson. *Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 48. Vide ainda SZTAJN, Rachel. *Regulação e o mercado de valores mobiliários*, p. 136-143.

⁷⁰ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*, p. 156-157.

uma indução a determinado comportamento – como é o exemplo da concessão de um subsídio ou de imposição de um tributo que dificulte determinada conduta.

Em matéria de regulação do mercado de capitais e em face do nível de desenvolvimento ora observado no mercado brasileiro, a classificação que mais interessa ao presente trabalho é a intervenção por direção. O que não significa admitir que as demais formas de participação do Estado sejam inexistentes, mas no momento histórico atual têm sido utilizadas com menor frequência, e, nessa medida, não serão objeto de análise neste estudo.

Com efeito, a atividade de regulação do Estado no mercado de capitais é intensa e atende a objetivos específicos. Registre-se que a intervenção estatal nessa área foi fortemente influenciada pela experiência da crise de 1929, que, especialmente nos Estados Unidos, criou um novo paradigma regulatório que mantém suas bases até o presente período.

O exame de diferentes autores possibilita identificar uma relativa convergência de opiniões a respeito dos objetivos da regulação no mercado de capitais, ressalvados destaques eventuais apresentados por um ou outro estudioso a respeito de tópicos específicos. A doutrina nacional também explora o tema e não diverge da estrangeira quanto ao teor desses objetivos.

Ao justificar a necessidade de regulação do mercado de capitais, Jennings *et al.* apresentam cinco razões básicas:

- a) a necessidade de proteção dos investidores, que mantêm parte de suas economias investidas em valores mobiliários negociados no mercado, de forma direta ou indireta (neste último caso, por meio de fundos de pensão, fundos de investimento ou outras modalidades);
- b) a manutenção de uma sistemática de divulgação pública de informações confiáveis sobre os emissores de valores mobiliários e sobre as operações ocorridas no mercado com estes títulos;
- c) a criação de mecanismos eficientes de interação entre oferta e demanda e de formação de preços, de forma que estes reflitam as informações disponíveis sobre o seu emissor e estejam ajustados à relação entre risco do investimento e retorno esperado;
- d) a necessidade de redução de custos de agência, de forma que o custo de monitoramento pelos investidores possa ser reduzido;

e) a viabilização do crescimento econômico por meio da criação de mecanismos de acesso a capital pelos emissores, bem como pela inexistência de barreiras ao surgimento de inovações financeiras.⁷¹

Já Nelson Eizirik cita seis objetivos para a regulação do mercado de capitais, “tendo em vista aumentar a competição e fazer com que o mercado opere equitativa e eficientemente”: (i) eficiência na determinação do valor dos títulos negociados; (ii) eficiência nas transferências de títulos entre os participantes do mercado via redução dos custos de transação; (iii) equidade nas relações do investidor com seu intermediário; (iv) confiança do público no mercado de capitais enquanto alternativa de investimento; (v) evitar a concentração de poder econômico; e (vi) implementação de política fiscal que incentive o mercado ou que não o desestimule.⁷²

Esses objetivos da intervenção estatal no mercado de capitais estão freqüentemente explícitos na legislação, consubstanciados em normas jurídicas que disciplinam as condições de acesso dos participantes do mercado (*e.g.*, emissores e intermediários), de exercício de determinadas atividades, limitações ao comportamento dos participantes e as regras de prestação de informações consideradas relevantes (*disclosure*).⁷³

Ocorre que a limitação à atuação dos agentes econômicos nem sempre é resultado da ação direta do Estado. Especialmente no tocante ao mercado de capitais, pode-se dividir a regulação em duas espécies diferentes, a chamada hetero-regulação, a cargo do Estado e a auto-regulação, nos casos em que as regras limitadoras são impostas pelos próprios agentes submetidos à regulação.

Vital Moreira identifica três traços distintivos da auto-regulação. Em primeiro lugar, conforme já dito, trata-se de uma espécie do gênero regulação. Ademais, é necessariamente uma forma de regulação coletiva, ou seja, não existe auto-regulação individual. Neste particular, ela é distinta de qualquer iniciativa de autodisciplina de um agente econômico individualmente considerado e envolve necessariamente alguma modalidade de organização com a participação de diferentes pessoas, que impõe limitações à

⁷¹ JENNINGS, Richard et al. *securities regulation*, p. 1-5.

⁷² EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, p. 54-56.

⁷³ EIZIRIK, Nelson. *Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 50.

atuação de seus membros. E, finalmente, o terceiro aspecto característico da auto-regulação é exatamente seu caráter não público, distinto da regulação estatal.⁷⁴

As origens da auto-regulação são antigas. A literatura identifica traços de regimes próprios de regulação dos membros até mesmo nas sociedades primitivas, o que se sustentava em uma idéia de reciprocidade: os indivíduos passaram a perceber os benefícios resultantes de um comportamento controlado e que atendia às expectativas dos demais membros do grupo. Arranjos institucionais semelhantes também são observados em outras situações na história e evoluíram para a formação de grupos em que os controles de comportamento se consubstanciam em mecanismos informais, de forma a se reduzirem os custos de elaboração de contratos formais e de utilização de mecanismos de execução desses mesmos contratos.⁷⁵

A despeito da criação de mecanismos independentes da atuação estatal (as bolsas americanas e inglesas são bons exemplos disso), em geral a auto-regulação no mercado de capitais também está sujeita a uma exigência estatal nesse sentido, e as bolsas podem ser punidas se não exercerem a contento o poder-dever de regular seus membros. Trata-se de uma opção do Estado, que, em geral, não abre mão de seu próprio poder sobre os agentes econômicos, de modo que, ainda que o auto-regulador fracasse na tentativa de mitigar as falhas de mercado, poderá haver uma intervenção estatal direta de forma a eliminar, por exemplo, assimetrias de informação.

Ao optar por atribuir funções regulatórias a terceiros, o Estado deve considerar os custos e benefícios da iniciativa, em especial dos processos de formulação de regras, monitoramento e *enforcement*. Mas a fronteira entre auto-regulação e hetero-regulação (modalidades de regulação que coexistem em praticamente todos os mercados) varia conforme o momento histórico e o país sob estudo. Nesse contexto, convém registrar que em muitos países as bolsas foram criadas muito anteriormente às agências governamentais que hoje as

⁷⁴ MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*, p. 52-53. Vital Moreira acrescenta ainda que a expressão auto-regulação pode ser usada com três sentidos distintos: (i) referindo-se à capacidade de funcionamento equilibrado do mercado, sem a necessidade de normas (“o mercado se auto-regula”), (ii) no sentido de regulação de um grupo por meio de normas impostas voluntariamente (auto-regulação privada) e (iii) como capacidade de um grupo se regular mediante reconhecimento oficial ou obrigatoriedade legal, à luz de normas de Direito Público.

⁷⁵ Para uma extensa apresentação dessas questões, vide OGUS, Anthony. *Self-regulation*, p. 589-590.

regulam.⁷⁶ A discussão sobre o tema ganhou novo ímpeto nos últimos anos em razão dos processos de desmutualização das bolsas, que são consideradas auto-reguladoras por excelência.

Tanto a regulação estatal quanto a auto-regulação estão sujeitas a críticas e a literatura identifica algumas limitações em um e outro caso. Mas o fato é que, após o *Securities Exchange Act* de 1934, um importante marco institucional na regulação do mercado de capitais americano, e, mais especificamente, que passou a exigir a atuação de órgãos auto-reguladores supervisionados pelo aparelho estatal, a visão predominante passou a ser a de que os benefícios da auto-regulação suplantavam seus custos.⁷⁷

1.3.2. A auto-regulação no mercado de capitais: virtudes

Uma inegável vantagem comparativa da auto-regulação diz respeito ao grau de conhecimento do mercado detido por quem o mantém, ou seja, pela bolsa. Os profissionais responsáveis pela manutenção da estrutura que viabiliza as operações no mercado são aqueles que, pelo menos em uma primeira análise, estão mais habilitados para discriminar as regras que devem ser seguidas pelos participantes. Tal ponderação é ainda reforçada pelo fato de que o volume negociado através das bolsas é crescente, de forma que a supervisão dos negócios seria melhor alocada àqueles que mantêm o próprio sistema de negociação em funcionamento.

Outro aspecto frequentemente destacado na literatura diz respeito ao financiamento das atividades de auto-regulação: as bolsas são instituições que obtêm receitas próprias, e, como regra geral, não dependem de financiamento estatal para custear suas atividades. Seus recursos provêm dos próprios participantes do mercado, que financiam a

⁷⁶ Em contraposição ao observado na maioria dos países, a respeito da Inglaterra, Nelson Eizirik destaca que “[...] a auto-regulação é exercida pela Bolsa de Valores numa base puramente voluntária, sem que haja qualquer delegação de poderes por parte do Estado. Suas regras, então, são puramente éticas, sem qualquer conteúdo jurídico. Este ponto, aliás, é seguidamente destacado, pelos defensores de tal sistema, como altamente positivo. Isto porque, além de evitarem desnecessária multiplicidade de normas jurídicas reguladoras do mercado, bem como sua discussão pelos tribunais, estariam voltadas para a institucionalização das práticas eqüitativas no mercado, consagradas pelo uso. Assim, a auto-regulação, em seu funcionamento efetivo, teria como questão básica o exame da justiça de determinadas práticas, em vez de sua legalidade”. (EIZIRIK, Nelson. *Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 52).

⁷⁷ MILLER, Sam Scott. *Self-regulation of the securities markets*, p. 869.

atividade do auto-regulador, de maneira que não se encontram sujeitas às limitações inerentes aos orçamentos governamentais.⁷⁸

Um outro ponto que merece destaque diz respeito à maior flexibilidade que as entidades auto-reguladoras possuem na criação e imposição de regras. Enquanto o poder das agências reguladoras é limitado pela lei, não podendo ser exercido além dos limites impostos pelo direito em vigor, as bolsas possuem a faculdade de implementar medidas independentemente de qualquer alteração legislativa. Jackson e Gkantinis exemplificam que podem ser transformadas em normas certos padrões de conduta não especificados pela legislação em vigor, ou mesmo tornadas compulsórias certas práticas de governança corporativa.⁷⁹

Ademais, na adoção de novas normas, as entidades auto-reguladoras não enfrentam a complexidade e a morosidade inerentes ao processo legislativo. Ainda que tratemos de normas infralegais, nem sempre as agências reguladoras do mercado de capitais conseguem imprimir a agilidade necessária às mudanças normativas, em especial em um mercado dinâmico e em constante transformação.

Em análise do caso americano, Mahoney destaca que os padrões de conduta exigidos dos membros das bolsas, pela própria entidade auto-reguladora, em geral são mais rigorosos que aqueles exigidos pela regulação estatal. Colabora para esse fato a necessidade de que a bolsa mantenha sua imagem de instituição confiável, e, nesse sentido, haveria um incentivo a que fosse mantido um alto padrão de qualidade no funcionamento do mercado, em especial quanto à confiabilidade dos emissores com títulos admitidos à negociação.⁸⁰

Alexandre Zanotta destaca ainda outro aspecto importante: se adequadamente conciliada com a regulação estatal, a auto-regulação pode evitar a sobreposição de normas e a duplicação de esforços. Partindo da premissa de que determinadas matérias serão tratadas no âmbito da auto-regulação, o Estado pode deixar de editar normas e mesmo de estabelecer um monitoramento mais estreito neste particular, desde que a bolsa, no caso, cumpra esse papel de regulação de forma adequada.⁸¹ Não se trata aqui de uma situação em que o Estado renuncia a

⁷⁸ MILLER, Sam Scott. *Self-regulation of the securities markets*, p. 855.

⁷⁹ JACKSON, Howell E.; GKANTINIS, Stavros. *Markets as regulators*, p. 6 e ss.

⁸⁰ MAHONEY, Paul. *The exchange as a regulator*, p. 1458.

⁸¹ ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*, p. 91.

seus poderes sobre determinadas atividades que devem ser reguladas, mas apenas de uma distribuição de esforços entre as duas instâncias, de forma a se atingir uma maior eficiência.

As vantagens da opção pela auto-regulação devem ainda considerar as desvantagens comparativas apresentadas pela hetero-regulação. Uma análise do mercado de derivativos no Brasil e nos Estados Unidos é elaborada por Lazzarini e Mello, que comparam a evolução da regulação nos dois países.⁸²

Segundo os dois autores, a regulação estatal está sujeita a quatro modalidades de limitações, que podem gerar ineficiências. A primeira delas diz respeito aos custos de manutenção do aparato estatal, que serão progressivos em função do alcance da intervenção governamental. Dentre os custos, incluem-se os de coleta de informações, monitoramento de operações realizadas no mercado e condução de processos administrativos, que, em geral, incluem substanciais exigências de ordem formal.

Uma segunda desvantagem da opção pela regulação governamental diz respeito à falta de credibilidade da atuação do Estado, enquanto criador de normas que limitem a atuação dos participantes do mercado. Um exemplo dessa modalidade de ineficiência pode ser traduzida na iniciativa do Estado em implementar medidas com o objetivo de atender a determinados interesses, sem relação com a necessária redução de falhas do mercado – por exemplo, relativos à implementação de determinada política econômica.

Ainda segundo Lazzarini e Mello, uma terceira desvantagem da opção pela regulação do Estado diz respeito a situações em que as regras editadas pelo Estado deixam de atender ao objetivo de redução de falhas de mercado, e passam a atender a outros interesses, gerando ineficiências. Nesses casos, ocorre apropriação de renda por grupos interessados nesta atuação estatal deficiente. Em primeiro lugar, existe a possibilidade de que os agentes econômicos sujeitos à influência da intervenção estatal ajam de forma a influenciar a decisão governamental, de maneira a obter a criação ou alteração de normas que os favoreçam. Nos casos em que há agências reguladoras especializadas, ainda existe uma tendência de que os reguladores tentem perpetuar indefinidamente a intervenção estatal, para justificar a própria existência e não reduzir os próprios poderes, bem como a absorção de benefícios deles decorrentes.

⁸² LAZZARINI, Sergio G.; MELLO, Pedro Carvalho de. *Governmental versus self-regulation of derivative markets*, p. 185 e ss.

Finalmente, outra limitação diz respeito a restrições ao aparecimento de inovações, uma vez que, especificamente no caso do lançamento de novos contratos derivativos, além dos custos incorridos no seu desenvolvimento, há também custos adicionais decorrentes da necessidade de obtenção de autorização governamental para seu lançamento no mercado, o que pode gerar atrasos na implementação da inovação.

1.3.3. A auto-regulação no mercado de capitais: limitações

Existe uma certa predominância na doutrina a respeito da principal imperfeição da auto-regulação no mercado de capitais, que está atrelada à possibilidade de ocorrência de conflito de interesses. Esses conflitos seriam decorrentes da própria essência dessa alternativa de regulação, o fato de que, na sua concepção original, o estabelecimento das regras e a fiscalização do seu cumprimento são exercidos por uma instituição que representa, na prática, as próprias pessoas sujeitas a esse poder.

Uma primeira faceta desse conflito diz respeito ao exercício, pela bolsa, de seus poderes regulatórios em defesa dos interesses dos seus membros, em detrimento dos interesses dos investidores no mercado, e, em última análise, do interesse público. Na maior parte dos casos, esse comportamento visa reduzir a competição, com o exercício do poder de monopólio pela bolsa, a fim de serem obtidos ganhos adicionais.⁸³

A questão foi longamente discutida nos Estados Unidos, especialmente no tocante à atuação da Bolsa de Valores de Nova York. A esse respeito há dois grandes casos discutidos pela doutrina americana, *Gordon v. New York Stock Exchange* e *Silver v. New York Stock Exchange*.

No primeiro deles, iniciado em 1971, investidores contestaram, dentre outras matérias, os critérios utilizados pela *New York Stock Exchange* (NYSE) para fixar as corretagens que deveriam ser cobradas por seus membros em operações inferiores a 1.000 ações ou US\$ 500.000,00. Segundo os autores, a conduta da NYSE seria atentatória às regras de proteção à concorrência. No caso específico, os tribunais rejeitaram a aplicação das leis antitruste, uma vez que a matéria era tratada pelo *Securities Exchange Act* de 1934 e a

⁸³ JACKSON, Howell E.; GKANTINIS, Stavros. *Markets as regulators*, p. 9-10.

Securities and Exchange Commission (SEC) nunca criou óbices para a cobrança de comissões fixas, o que veio a ocorrer apenas em 1975.⁸⁴

Em *Silver v. New York Stock Exchange*, duas corretoras não associadas à NYSE firmaram acordos com membros daquela bolsa, de forma a implementar conexões telefônicas diretas entre as respectivas mesas de operação. Apesar de ter consentido a instalação de tais conexões, posteriormente a NYSE proibiu seus membros de manter essas modalidades de contatos com não-membros, sem apresentar as razões para a adoção de tal medida. As duas corretoras se sentiram prejudicadas e acusaram a NYSE de adotar práticas atentatórias à livre concorrência.⁸⁵ A Suprema Corte Americana decidiu favoravelmente ao pleito dos reclamantes, ao entender que, no exercício do poder de auto-regulação e considerados os princípios do *Securities Exchange Act*, a decisão da NYSE não se justificava, em especial por conta da ausência de apresentação de motivos plausíveis que levaram à decisão de proibir as referidas conexões.

O problema do conflito de interesses também contamina a efetividade do *enforcement*. As bolsas podem relutar em aplicar penalidades a seus membros, em um comportamento leniente, especialmente em casos que representaram perdas para os investidores com correspondentes benefícios para os seus membros. Em relação a investidores e companhias, a atuação fiscalizatória e punitiva da bolsa seria ainda mais restrita.⁸⁶

Outra limitação diz respeito à questão do financiamento das atividades de auto-regulação. Ainda que existam vantagens em relação à opção estatal, conforme já comentado, os membros da bolsa – seus principais financiadores – podem influenciar a destinação de recursos, e, se for esse o caso, não direcioná-los para as atividades de auto-regulação como seria desejável.⁸⁷

Lazzarini e Mello também apresentam as limitações decorrentes do exercício da auto-regulação nas bolsas de derivativos. Uma primeira análise poderia induzir à conclusão de que, em razão da preocupação com a reputação do seu mercado, uma vez inserida em um

⁸⁴ COFFEE JR., John C.; SELIGMAN, Joel. *Securities regulation*, p. 637-650.

⁸⁵ Para uma análise do caso, vide MILLER, Sam Scott. *Self-regulation of the securities markets*, p. 876-877. No fim de sua análise enfatiza esse autor que medidas atentatórias à competição podem ser misturadas e camufladas por intenções de regulação do mercado (p. 877).

⁸⁶ Para uma abordagem desse ponto, inclusive com exemplos, vide MENDELSON, Morris; PEAKE, Junius W. *Intermediaries' or Investors'*, p. 443 e ss.; DOMBALAGIAN, Onnig. H. *Demythologizing the Stock Exchange*, p. 1.069 e ss.; e KAHAN, Marcel. *Some Problems with Stock Exchange-Based Securities Regulation*, p. 1.509 e ss.

⁸⁷ MILLER, op. cit., p. 860-868.

ambiente competitivo a instituição auto-reguladora teria incentivos para reduzir as falhas de mercado e assim maximizar o volume negociado, o que seria benéfico para seus membros. Mas esse raciocínio é falho, pois a competição entre bolsas é limitada, especialmente no mercado de derivativos. Nessa medida, não haveria incentivos para a redução de ineficiências.⁸⁸

Outra limitação da auto-regulação seria decorrente dos custos de agência resultantes do regime de propriedade e controle da administração das bolsas. Nesse ponto há dois aspectos: uma composição muito heterogênea do quadro de membros pode implicar interesses diferenciados no lançamento de novos contratos, uma vez que alguns membros da bolsa podem ser mais favorecidos que outros, em decorrência de sua especialização. O outro aspecto a se destacar diz respeito à contradição existente entre a necessidade de atração de novos clientes e a administração do risco oferecido para cada um deles.

Para minimizar o risco na compensação e liquidação de operações, existe uma tendência a que a bolsa (ou a correspondente entidade responsável pela compensação, liquidação e controle de risco) exija maiores margens como garantia das operações, o que pode ser desinteressante para os membros da bolsa, que estão interessados na atração do maior número possível de clientes. Do embate entre estes dois interesses conflitantes pode resultar a adoção de mecanismos economicamente ineficientes, dependendo do equilíbrio de forças entre os membros da bolsa e de sua influência sobre a administração da instituição.

Finalmente, uma última limitação inerente à auto-regulação diz respeito à possível má utilização, pela bolsa ou seus membros, de dados sobre preços. Nesse caso, os membros podem ter acesso exclusivo às informações sobre as ordens transmitidas por seus clientes e utilizá-las de forma a obter benefícios na negociação (*front running*). Ou, ainda em matéria de acesso a informações, a entidade auto-reguladora pode não ter poderes de verificar o uso, por seus membros, de informações privilegiadas obtidas fora da bolsa e que podem influenciar a formação de preços.

⁸⁸ Como fatores limitadores da competição em bolsas de derivativos, Lazzarini e Mello citam a existência de um “monopólio natural” para as bolsas que já concentram grande liquidez, as barreiras à entrada de novos membros (intermediários que também atuem em outros centros de liquidez) e a ausência de busca da maximização do volume negociado em bolsas sem fins lucrativos. (LAZZARINI, Sergio G.; MELLO, Pedro Carvalho de. *Governmental versus self-regulation of derivative markets*, p. 189)

1.3.4. A interação entre a regulação estatal e a auto-regulação

Uma extensa investigação sobre o uso da auto-regulação nos mercados de capitais foi efetuado por Jackson e Gkantinis, que analisaram os modelos regulatórios utilizados em oito países, todos com mercados representativos no contexto internacional. Os dois autores classificaram os diversos modelos identificados em três categorias básicas, incluindo em cada uma delas mercados com características comuns.⁸⁹

O primeiro grupo inclui países em que o papel do Estado na regulação ainda é preponderante, havendo grande envolvimento da agência reguladora estatal no funcionamento dos mercados. O papel da bolsa como auto-reguladora é circunscrito às áreas em que sua participação é estritamente necessária e conveniente, como a regulamentação dos mecanismos de negociação. Nesse modelo, o papel do auto-regulador é expressamente identificado na lei ou em regulamento editado pela agência reguladora, e sua atuação fora desse campo depende de expressa autorização da autoridade governamental competente. Nessa categoria estariam classificados a França, o Japão e a Alemanha.

O segundo grupo incluiria países nos quais o modelo regulador é mais flexível. Nestes, as bolsas possuem uma liberdade maior para estruturar sua própria forma de organização e funcionamento, para atingir os objetivos estabelecidos pelo Estado. O que não significa dizer que exista uma falta de clareza nesses objetivos, nem que a atuação estatal seja totalmente insuficiente na fiscalização de sua observância, mas sim que o auto-regulador possui maior liberdade de atuação em relação ao modelo anterior. Nessa segunda categoria estariam incluídos a Austrália, Hong Kong e o Reino Unido.

Finalmente, na terceira categoria temos mercados com modelos cooperativos, que se diferenciam dos modelos anteriores por contarem com poderes regulatórios difusos, entre a agência governamental e o auto-regulador. Nesse modelo, as bolsas possuem poderes e responsabilidades amplas, compartilhando-as com a agência reguladora estatal. Ao contrário dos modelos anteriores, em que os poderes do auto-regulador são específicos e limitados (primeiro caso) ou são mais amplos e em que gozam de liberdade (segunda categoria), nesse terceiro caso existe uma constante interação entre o aparato estatal e a bolsa, que se estende

⁸⁹ JACKSON, Howell E. e GKANTINIS, Stavros. *Markets as regulators*, p. 22 e ss.

para todos os campos que são objeto de regulação. Os exemplos dessa forma de auto-regulação são os Estados Unidos e o Canadá.

Há autores que defendem a inexistência de uma fronteira ótima entre a auto e a hetero-regulação, porque as soluções para cada caso devem respeitar o ambiente institucional aplicável.⁹⁰ Nos países anglo-saxões, o papel da auto-regulação é mais proeminente, pois as bolsas foram criadas como organizações privadas e dirigidas pelos próprios membros. Por sua vez, em certos países europeus continentais, as bolsas estiveram mais afeitas à atuação estatal, já que, na origem, as bolsas eram consideradas estabelecimentos públicos, assim como as atividades dos corretores (guardadas certas variações, é o caso de França, Alemanha, Espanha e Itália).⁹¹ O estudo da evolução histórica das bolsas nos EUA e na Inglaterra revela que estas atuaram por muitos anos sem regulação estatal específica quanto à sua constituição, operação e estrutura interna. Em certa medida, dada a ausência de atuação estatal naqueles países, pelo menos até a década de 1930 as bolsas constituíam a linha de frente em matéria de regulação do mercado de valores mobiliários.⁹²

Entretanto, nos Estados Unidos, essa liberdade mais ampla não resistiu ao *crash* do mercado em 1929. Paul Mahoney relata que as críticas ao comportamento da bolsa e às falhas da auto-regulação à época estariam ligadas a quatro aspectos: (i) as regras de *disclosure* das companhias listadas eram insuficientes; (ii) os membros das bolsas freqüentemente atuavam de forma a manipular os preços e obter ganhos em prejuízo do público investidor; (iii) as instituições financeiras e corretoras foram autorizadas a conceder empréstimos a investidores que permitiram a especulação desenfreada e a volatilidade no curto prazo; e (iv) os membros das bolsas foram acusados de adotar práticas que forçaram a baixa dos preços das ações.⁹³

Nos Estados Unidos, os problemas do início da década de trinta implicaram a reforma completa do arcabouço regulatório, com a edição, dentre outras normas, do *Securities Exchange Act* de 1934 e com a criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC). Na área de derivativos também aconteceram mudanças, com o *Commodities Exchange Act* de

⁹⁰ Para uma análise do tema nos mercados brasileiro e americano, vide LAZZARINI, Sergio G.; MELLO, Pedro Carvalho de. *Governmental versus self-regulation of derivative markets*, p. 185-207.

⁹¹ MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*, p. 341-342.

⁹² MAHONEY, Paul G. *The exchange as regulator*, p. 1.457.

⁹³ MAHONEY, op. cit., p. 1.464-1.465.

1936. A partir dessas reformas, a hetero-regulação passou a desempenhar um papel mais importante, sem, contudo, excluir a atuação da bolsa enquanto órgão auto-regulador, que continuou proeminente. Sopesadas as vantagens da auto-regulação, restaria pouca dúvida quanto à inadequação de uma regulação exclusivamente estatal e, assim, a questão passa a ser a busca do equilíbrio entre as duas alternativas de regulação.

Independentemente da determinação da fronteira entre as duas espécies de regulação, é certo que o aparelho estatal deve disciplinar a atividade do auto-regulador, consideradas as diferenças entre os três modelos regulatórios apresentados. Essa disciplina deve obedecer a certos princípios, que, segundo a IOSCO, devem incluir a necessidade de que o regular estatal supervisione adequadamente o auto-regulador, o qual deve observar padrões de imparcialidade e confidencialidade no exercício de seus poderes e responsabilidades a ele delegadas. Outro princípio a ser seguido diz respeito à necessidade de que a supervisão estatal aplicável às bolsas assegure que a “integridade da negociação seja mantida através de regras justas e equitativas que imponham um equilíbrio entre as demandas de diferentes participantes do mercado”.⁹⁴

À luz dos processos de desmutualização das bolsas, parte da doutrina estrangeira assume que as novas estruturas organizacionais das bolsas podem trazer conflitos de interesses adicionais ou, na melhor das hipóteses, diferenciados em relação àqueles existentes nas bolsas constituídas enquanto entidades mutualísticas. Assim, uma estratégia de auto-regulação bem-sucedida dependeria da (i) implementação de conselhos de administração e outros comitês internos responsáveis pela atividade de regulação com independência em relação aos membros; (ii) criação de incentivos à concorrência entre bolsas e os demais participantes do mercado; e (iii) aperfeiçoamento dos canais de comunicação e monitoramento dos órgãos governamentais aplicáveis, em relação à atividade de auto-regulação das bolsas.⁹⁵

Convém destacar que a ênfase no surgimento de conflitos com a nova estrutura das bolsas não implica sua inexistência nas entidades constituídas sob a forma tradicional, conforme discutido. Há autores que sustentam que certos conflitos sempre estiveram

⁹⁴ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Objectives and principles of securities regulation*, p. 1 e 3.

⁹⁵ KEAVENY, Jake. *In defense of market self-regulation*, p. 1.451-1.452.

presentes, mas em diferente intensidade, o que será explorado nos capítulos IV e V deste trabalho.⁹⁶

1.4. Conclusão parcial

Conforme observado, a intensificação dos processos de mudança das estruturas e formas de funcionamento do mercado de valores mobiliários, em especial no exterior, nas últimas duas décadas, criou certas dificuldades para a adequada regulamentação das bolsas. A mera delimitação do seu campo de atuação mostrou-se dificultosa, em especial devido ao surgimento de concorrentes antes inexistentes.

Em grande parte, as dificuldades são resultantes do surgimento dos mecanismos alternativos de negociação (ATS), que apresentavam semelhanças com as bolsas na sua funcionalidade, e, portanto, como fortes competidores. Pôde-se verificar que, em um primeiro momento, o regulador de mercado norte-americano optou por não impor um arcabouço normativo rígido a esses sistemas, então em acelerado processo de desenvolvimento ao longo da década de 1990.

Desconsiderada a dificuldade da regulação de instituições em processos de franco desenvolvimento e modificação, a agência reguladora do mercado norte-americano deixou explícita sua opção pela não criação de obstáculos à inovação financeira, representada pelo surgimento dos ATS. Todavia, a partir da consolidação desses sistemas e da sua evidente representatividade no contexto do mercado, optou-se pela edição de um regramento que respeitou suas particularidades, sem impor as mesmas obrigações aplicáveis às bolsas.

No caso brasileiro, o ambiente é diverso, porque não houve o surgimento no país de outros centros de negociação de valores mobiliários que representassem uma ameaça às bolsas localmente estabelecidas. A única iniciativa nesse sentido foi o mercado de balcão organizado patrocinado pela SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S.A., que teve vida efêmera e foi incorporada pela Bolsa de Valores de São Paulo. Assim, a modernização da regulamentação aplicável às bolsas e aos mercados de balcão organizado só passou a ser justificável a partir da iniciativa das bolsas em alterar suas estruturas organizacionais, com a desmutualização.

⁹⁶ CARSON, J. W. *Conflicts of interest in self-regulation*, p. 7.

Na nova regulação brasileira a influência da experiência americana é evidente, em especial na adoção do critério classificatório para a diferenciação entre mercados de bolsa e de balcão organizado, com o uso do volume negociado como uma das referências para a imposição pelo regulador estatal de um ou outro modelo de organização. Convém ainda notar que a CVM optou por não diferenciar na norma as bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros, a despeito das diferenças observadas nos produtos oferecidos por uma e outra categoria e as origens históricas distintas das duas instituições. Pelo menos em princípio a ausência de diferenciação reduz a possibilidade de assimetria regulatória (potencialmente observável caso o tratamento fosse diferenciado), ao mesmo tempo em que cria um ambiente propício para a concorrência entre instituições pertencentes às duas categorias, já que uma pode passar a oferecer os serviços prestados pela outra, em regime de competição.

Ao mesmo tempo, o tratamento uniforme dispensado pela Instrução CVM n.º 461/07 a ambas as espécies de bolsa facilita uma integração de atividades entre as duas instituições em funcionamento no país, uma vez que há identidade de serviços que podem ser desenvolvidos por uma ou por outra, sem qualquer empecilho de natureza regulatória.

Em relação ao papel de instituições auto-reguladoras desempenhado pelas bolsas, resta evidente a importância do uso dessa alternativa no âmbito do mercado de capitais. Foram apresentados alguns aspectos positivos e negativos de sua adoção, identificados pela doutrina a partir da experiência histórica. Todavia, é certo que o processo de desmutualização das bolsas apresentará novas questões a respeito, conforme está destacado nos capítulos IV e V do presente trabalho.

CAPÍTULO II. A IMPORTÂNCIA DAS BOLSAS PARA A ECONOMIA

2.1. O interesse público na atividade bursátil: as bolsas e o desenvolvimento econômico

A organização de mercado em bolsa é freqüentemente utilizada como modelo de mercado no conceito *walrasiano*, em que a alocação de recursos se dá sem custos, não há incompletude de informações e estas são disseminadas de forma ampla e instantânea entre os agentes econômicos. Tal condição é admitida por Coase, mas que também reconhece um contra-senso, sob a ótica neoclássica: as bolsas seriam exemplos de mercados perfeitos e competitivos, mas altamente regulados.⁹⁷

A implementação de regras de conduta na negociação tem como objetivo a redução de quaisquer atritos e, conseqüentemente, dos custos de transação a eles associados. Assim, as bolsas buscam não apenas viabilizar a negociação propriamente dita, mas também oferecer garantias àqueles que utilizam sua infra-estrutura. O objetivo final é a maximização da eficiência do mercado em questão, mas, nessa busca, as bolsas enfrentam duas dificuldades: a existência de custos de informação e de transação.⁹⁸

Os problemas associados a assimetrias de informação podem ser divididos em dois tipos básicos: a “seleção adversa” (*adverse selection*) e o “risco moral” (*moral hazard*) e decorrem da dificuldade dos indivíduos em adquirir, processar, armazenar e resgatar informações relacionadas à alocação de recursos em uma sociedade.⁹⁹ A seleção adversa é verificada em um momento *ex ante* à realização de uma operação no mercado, enquanto o risco moral é decorrente de uma assimetria informacional *ex post*. Nas bolsas, pelo menos em princípio, os problemas de seleção adversa são reduzidos, pois os produtos negociados são padronizados pela própria bolsa (como os derivativos) ou emitidos em massa, com características comuns determinadas pela companhia emissora (como ações ou debêntures).

No tocante ao risco moral, resultado de alterações no comportamento dos indivíduos após a realização de uma operação, também há considerável mitigação no caso das bolsas de valores e de mercadorias e futuros. O risco de crédito observado nos mercados não

⁹⁷ COASE, Ronald H. *The firm, the market, and the law*, p. 10.

⁹⁸ Para uma detalhada discussão a respeito, vide LAZZARINI, Sérgio G. *Inovação e organização de bolsas de futuros*, p. 32 e ss.

⁹⁹ LAZZARINI, op. cit., p. 33.

organizados (sob a modalidade de *moral hazard*) não ocorre na bolsa, pois se exige a apresentação de garantias, o depósito de margens e o pagamento de ajustes diários, dependendo do caso. Entretanto, nos casos de derivativos que admitem a liquidação por meio de entrega física¹⁰⁰ e em que há grande variedade de padrões de qualidade dos produtos, a opção por essa forma de pagamento pode ser prejudicial ao comprador, por conta dos procedimentos operacionais inerentes à sua efetivação.¹⁰¹

Assim como os custos de informação, os custos de transação podem ser divididos em pré e pós-contratuais e, no caso dos mercados organizados como as bolsas, estes são mais relevantes que os aqueles. Estudos empíricos sobre o mercado de ações têm demonstrado que os custos de transação variam conforme o volume transacionado de ativos, o que não ocorreria com os custos de informação.¹⁰²

A literatura tem dividido os custos de transação *ex ante* em duas categorias distintas: (i) a diferença de preços entre as ofertas de compra e de venda (*bid-ask spread*); e (ii) as comissões pagas para intermediários, inclusive custos da própria bolsa.¹⁰³

Na análise de Williamson, os custos de transação *ex post* são derivados de dois pressupostos comportamentais. O primeiro deles é a racionalidade limitada, que traz como consequência a eterna presença de contratos incompletos, mesmo que os indivíduos tentem agir racionalmente. O segundo pressuposto é o comportamento oportunista, que Williamson define como o “auto-interesse buscado com voracidade”.¹⁰⁴

Os casos de comportamento oportunista nos mercados podem estar atrelados a certas modalidades de manipulações de preços, quando agentes controlam grande parcela do mercado do ativo subjacente a um derivativo (o que é conhecido como *corner* ou *squeeze*), ou a fraudes cometidas por intermediários contra seus clientes. Dada sua natureza, tais comportamentos oportunistas são evidentemente reprimidos pela regulação estatal ou pela própria auto-regulação das bolsas.

¹⁰⁰ Entrega dos produtos agropecuários ou outras *commodities in natura*, sem a liquidação do contrato por pagamentos e recebimentos das diferenças de preços.

¹⁰¹ LAZZARINI, Sérgio G. *Inovação e organização de bolsas de futuros*, p. 36-37.

¹⁰² A respeito, vide STOLL, Henry R. *The supply of dealer services in securities markets*, p. 1.133 e ss.

¹⁰³ LAZZARINI, op. cit., p. 38-39.

¹⁰⁴ WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*, p. 30. No original, “a condition of self-interest seeking with guile”.

Com efeito, é evidente que as operações realizadas em bolsa devem ocorrer ao mais baixo preço que se puder obter, maximizando-se o número total de clientes usuários dos sistemas de negociação. Nessa medida, todas as providências necessárias à minimização dos custos informacionais e de transação devem ser implementadas, sob pena de haver redução do número de usuários, com conseqüências danosas para a bolsa e para a própria economia - lembrando-se de que um aumento na liquidez via crescimento do número de clientes tende a reduzir os custos de transação.

Feitas essas considerações iniciais, aplicáveis às duas espécies de bolsas, passemos à análise de cada uma das duas categorias contempladas pela legislação brasileira. Em primeiro lugar, as bolsas de valores, que, conforme já explicitado, atualmente contam apenas com uma instituição em funcionamento, a Bolsa de Valores de São Paulo S.A.

Ainda que a Lei n.º 6.385/76 ou a Instrução CVM n.º 461/07 não tenham feito essa diferenciação (o que pode possibilitar uma convergência de atividades entre as duas espécies de bolsas no futuro), com relação aos valores mobiliários admitidos à negociação, tradicionalmente as bolsas de valores propiciam a negociação de ações emitidas por companhias abertas. Respeitadas algumas diferenças pontuais em relação ao caso brasileiro, são referidas na literatura estrangeira como *stock exchanges* ou *securities exchanges*.

Em segundo lugar, têm-se as bolsas de mercadorias e futuros, de acordo com a terminologia utilizada pelo legislador brasileiro. Conforme visto, a exemplo da bolsa de valores, há apenas uma instituição desta categoria em funcionamento no país, a Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A. Apesar de explorar outras atividades, a que mais interessa ao presente trabalho é aquela referente a uma bolsa de derivativos, ou seja, que possibilita a negociação, compensação e liquidação dessa modalidade de contrato, em especial os contratos futuros. Esse tipo de instituição é referido na literatura estrangeira como o grupo de *derivatives exchanges*, em contraposição à categoria anterior. Assim, nas duas seções a seguir será analisada a importância econômica das duas modalidades de bolsas: a de valores e a de mercadorias e futuros.

2.1.1. As bolsas de valores

Diversos estudos empíricos demonstram a existência de uma correlação entre o crescimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais, mas ainda há alguma discussão sobre as relações de causalidade entre os dois fatores. Um mercado de capitais não sobrevive a um ambiente de baixo desenvolvimento econômico, ao mesmo tempo em que os fatores que tendem a elevar o crescimento também levam ao desenvolvimento do mercado de capitais.¹⁰⁵

Em análise da matéria, Ana Novaes divide a vasta literatura disponível sobre o tema em três grandes grupos:¹⁰⁶

- a) aqueles que destacam o papel dos bancos no crescimento econômico, com a captação de recursos junto ao público, identificação de bons projetos, administração dos riscos e monitoramento do desempenho das empresas;
- b) os defensores do crescimento baseado no mercado de capitais, que entendem que mercados de capitais líquidos proporcionam oportunidades de investimento atraentes aos poupadores, ao mesmo tempo em que são eficientes fontes de recursos para as companhias em busca de financiamento;
- c) uma terceira corrente que enfatiza os aspectos legais, destaca a importância de “marcos regulatórios” para a eficiência do mercado e o crescimento, com ênfase na defesa dos interesses de credores e acionistas.¹⁰⁷

Dentre os diversos estudos, merece atenção o desenvolvido por Ross Levine, que analisou trinta e oito países no período de 1976 a 1993. Foram identificados indícios de que um mercado de capitais desenvolvido é fundamental para o crescimento, inicialmente por conta do mecanismo de criação de liquidez. Muitos investimentos exigem o comprometimento de recursos no longo prazo, mas investidores podem relutar em imobilizar seus recursos por períodos longos. Mercados líquidos de ações tornam tais investimentos menos arriscados, pois permitem sua venda imediata em caso de necessidade, a baixos custos. Ao mesmo tempo, as companhias possuem maior facilidade de acesso a novos recursos, por meio da venda de novas ações. Com a facilitação desses investimentos de longo prazo, potencializa-se o crescimento

¹⁰⁵ TEIXEIRA, Nilson. *O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios*, p. 114.

¹⁰⁶ NOVAES, Ana. *Mercado de capitais*, p. 33 e ss.

¹⁰⁷ Como defensores dessa corrente vide, dentre outros trabalhos dos mesmos autores, LA PORTA, Rafael *et al.* *Law and finance*, p. 1.113-1.155.

econômico. Tal conclusão é mantida mesmo quando expurgados os efeitos de outras variáveis como inflação, políticas fiscal e cambial, estabilidade econômica, nível educacional médio e outras.¹⁰⁸

O mesmo estudo de Levine identifica a influência positiva do desenvolvimento do sistema bancário sobre o crescimento econômico posterior. Os bancos podem se especializar em manter relações de mais longo prazo com seus clientes e, dessa forma, monitorar os projetos em que as empresas investem, bem como o desempenho de seus administradores. Tal influência positiva do sistema bancário também é observada mesmo quando isolado o efeito do mercado acionário, conclusão que é reforçada por outros autores que observam, nos mercados emergentes, que o mercado acionário e os bancos desempenham papéis diferentes, mas complementares entre si.¹⁰⁹

Não obstante os robustos resultados obtidos por Levine, outros estudos demonstram que o desenvolvimento do mercado acionário pode depender de outros fatores macro e microeconômicos. Claessens *et al.* estudam 77 países no período de 1975 a 2000 e identificam uma influência positiva do produto interno bruto *per capita*, *enforcement* de leis, estabilidade macroeconômica, direitos de acionistas e abertura do sistema financeiro. Já o déficit governamental e os altos índices inflacionários afetam negativamente o desenvolvimento do mercado acionário.¹¹⁰

Não obstante as diversas crises do mercado acionário nos últimos anos (crise da Ásia em 1997, da Rússia em 1998 e o fim da “bolha” da *internet* em 2000), o mercado acionário global cresceu consideravelmente: em dezembro de 1990, os membros da Federação Internacional das Bolsas de Valores (que então contava com trinta e oito membros) possuíam, juntos, ações listadas no valor total de US\$ 9,4 trilhões, com um volume negociado de US\$ 6,2 trilhões naquele ano. No encerramento do ano de 2005, o valor total das ações havia evoluído para US\$ 40,9 trilhões, com um volume negociado de US\$ 51,1 trilhões em 2005. O número de companhias listadas também evoluiu sensivelmente, de 25 mil em 1991 para 40 mil em 2006.¹¹¹

¹⁰⁸ LEVINE, Ross. *Stock markets: a spur to economic growth*, p. 7-9.

¹⁰⁹ LEVINE, op. cit., p. 9-10

¹¹⁰ CLAESSENS, Stijn; KLINGEBIEL, Daniela; SCHMUKLER, Sergio. *Stock market development and internationalization*, p. 14-26.

¹¹¹ WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *The significance of the exchange industry*, p. 3-4 e WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Annual report and statistics 2006*, p. 28 e ss.

Mas tal crescimento não foi uniforme: por exemplo, no Brasil e no México, o número de companhias listadas reduziu de 390 e 579 para 237 e 391, respectivamente, para o período 1990-2003. Contudo, o valor das ações listadas apresentou grande evolução: no caso brasileiro, ainda no mesmo período, houve um crescimento de US\$ 11 bilhões para US\$ 226 bilhões.¹¹² No caso brasileiro, no período de 2003 a 2006 houve uma recuperação no número de companhias abertas, que evoluiu para 350, com um valor de mercado de US\$ 710,2 bilhões.¹¹³

Mesmo para os países emergentes que possuem um sistema bancário relativamente desenvolvido, o financiamento via mercado de capitais é de fundamental importância – conforme visto, seu papel na criação de riqueza é fartamente reconhecido na literatura econômica. Além dos benefícios já apresentados, Steil enumera outros benefícios de um mercado acionário desenvolvido, com impacto positivo no crescimento econômico:¹¹⁴

- a) uma ampliação na mobilidade de capital na economia;
- b) a existência de um mecanismo eficiente de direcionamento de poupança para investimentos;
- c) uma melhoria na eficiência de realocação de riscos financeiros;
- d) uma oportunidade para o financiamento por meio do capital estrangeiro;
- e) a complementaridade com o funcionamento do sistema bancário;
- f) as alternativas de investimento em ações, nos países emergentes, representam uma melhor relação risco-retorno comparativamente ao investimento em títulos de dívida;
- g) o oferecimento de mecanismos de venda de participações que facilitam os investimentos de *private equity* e *venture capital*.

A viabilidade do mercado acionário depende ainda da existência de uma infraestrutura eficiente, que propicie os meios necessários à negociação e posterior compensação e liquidação das operações. Por excelência, o provedor de tal infra-estrutura de negociação (e,

¹¹² Dados da Federação Internacional das Bolsas, sintetizados por NOVAES, Ana. *Mercado de capitais*, p. 46-51.

¹¹³ WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Annual report and statistics 2006*, p. 66 e 68.

¹¹⁴ STEIL, Benn. *Creating securities markets in developing countries*, p. 258.

muitas vezes, de compensação e liquidação, diretamente ou por meio da contratação de terceiros) tem sido a bolsa de valores.¹¹⁵

Assim, resta evidente o interesse público envolvido no funcionamento da bolsa de valores: seu funcionamento adequado é fundamental para o desenvolvimento do mercado acionário que, por sua vez, propulsiona o crescimento econômico. Com efeito, diversos aspectos inerentes à bolsa no papel de sustentáculo do mercado acionário interessam ao Poder Público: estruturas de governança, concorrência no oferecimento de serviços de negociação, propriedade de suas ações (concentração de propriedade, origem dos controladores, se nacionais ou estrangeiros, perfil dos sócios), permissão de acesso a bolsas estabelecidas no exterior, liquidez e volatilidade do mercado acionário local, implementação de sistemas de compensação, liquidação e disseminação de informações, além de limitações às atividades exploradas pelas bolsas.¹¹⁶

2.1.2. As bolsas de mercadorias e futuros

A partir de meados da década de 1970, tanto em termos reais quanto nominais, as taxas de juros e de câmbio, bem como o preço de algumas *commodities*, começaram a flutuar de forma mais significativa, como resultado do fim do padrão-ouro, o que representou um aumento no risco financeiro tanto para o setor privado quanto para o setor público internacionais. A resposta do mercado a esse incremento no risco financeiro foi a intensificação do uso de instrumentos financeiros adequados à redução desse maior risco financeiro, que passaram a ser conhecidos como os derivativos. A idéia inicial é que os derivativos proporcionam proteção contra as variações de preços dos ativos que lhes servem de referência.

Em âmbito internacional, as categorias de derivativos negociados em bolsas são freqüentemente contratos futuros, opções ou, com menos freqüência, os chamados “contratos a termo”. Outras modalidades de contratos são negociadas nos mercados de balcão, os chamados derivativos não-padronizados, que permitem uma maior flexibilidade na determinação de suas características, conforme as necessidades das partes envolvidas.

¹¹⁵ Não obstante o surgimento de diversas outras entidades que oferecem competição às bolsas, como os *Alternative Trading Systems (ATS)*, como se verá adiante.

¹¹⁶STEIL, Benn. *Creating securities markets in developing countries*, p. 266-273.

Com efeito, a função precípua de uma bolsa de derivativos é facilitar a transferência de riscos entre os agentes econômicos, com o oferecimento de mecanismos que propiciem liquidez e transparência na formação de preços. O primeiro fator, a liquidez, é de vital importância, pois, para que possa ocorrer a transferência de risco, é necessário que haja um razoável número de participantes interessados em realizar operações de compra e de venda, em um período relativamente curto de tempo e sem que os preços sejam adversamente afetados pela entrada de um comprador ou vendedor individualmente considerado.

O segundo fator, a transparência na formação de preços, também é importante para a decisão de investimento do agente econômico, dado seu conteúdo informacional. A bolsa possui a habilidade de recolher informações junto aos participantes e divulgá-las ao mercado, de forma contínua. As expectativas dos agentes econômicos são incorporadas a esses preços, que servem de referência para o processo decisório dos demais usuários.

Para que essas duas funções sejam cumpridas de forma adequada, é importante que a bolsa seja estruturada de maneira satisfatória, o que inclui estruturas apropriadas de controles internos, sistemas de negociação, garantias, compensação e liquidação, controle de risco dos participantes, padronização dos contratos oferecidos à negociação e outros aspectos.

Dessa forma, as bolsas que oferecem a negociação de derivativos são grandes centrais de transferência de riscos, em que os agentes econômicos (sejam eles *hedgers*, especuladores ou arbitradores) negociam contratos padronizados (cujos contornos são estabelecidos pela própria bolsa). Mas tal finalidade representa apenas uma visão parcial – e não necessariamente a predominante – acerca da importância das bolsas de derivativos. Por exemplo, Telser destaca que a redução de riscos pode ser obtida mesmo fora do ambiente de bolsa – o que, aliás, não é incomum. Mas a bolsa possui a virtude de estabelecer as regras de negociação, as cláusulas dos contratos admitidos à negociação, a forma de operação e as condições de acesso direto dos intermediários.¹¹⁷ Tais iniciativas viabilizam a liquidez dos contratos (*e.g.*, contratos futuros ou de opções), uma vez que se atrai grande número de investidores (o que não ocorre nas operações fora de bolsa, nas quais a negociação ocorre

¹¹⁷ TELSER, Lester G. *Why there are organized futures markets*, p. 1 e ss.

freqüentemente com contratos não padronizados e mediante contatos exclusivamente bilaterais).¹¹⁸

Em face dessa possibilidade de contratação de operações de *hedge* caso a caso, a existência da bolsa só se justifica se houver de fato demanda suficiente por contratos padronizados – do contrário, os altos custos de transação tornariam desvantajosa a negociação no ambiente bursátil. Aliás, em matéria de contratos futuros, observa-se no Brasil uma grande liquidez para os contratos referenciados nas taxas de juros, de câmbio (em especial do dólar norte-americano) e índice de ações (Ibovespa), ao passo que os contratos referenciados em mercadorias agrícolas possuem menor procura, não obstante ser o país um dos grandes produtores mundiais de *commodities* como soja, café e outros produtos agrícolas.

Assim, a bolsa de derivativos, enquanto aparato organizado para facilitar as operações de compra e venda, representa um custo, mas que, respeitadas as regras de economia de escala, traz benefícios como a redução do custo do *hedge*, em face da maior estabilidade nos preços resultante do grande número de participantes. Essa maior estabilidade de preços é extremamente benéfica ao agente econômico, pois representa um menor custo de transação e, conseqüentemente, da proteção contra a variação de preços no mercado à vista, o que é conhecido na literatura como a “Teoria dos custos e benefícios”.¹¹⁹

A importância econômica dessa possibilidade de negociação de contratos derivativos pelos agentes econômicos é evidente, com a integração de *hedgers*, especuladores e os demais participantes dos mercados à vista dos ativos subjacentes. Nesse sentido, o interesse público atrelado ao funcionamento de uma bolsa de derivativos também é manifesto. Os benefícios são diversos: uma bolsa de derivativos melhora a alocação de recursos, colabora na formação eficiente de preços e na disseminação da informação sobre as expectativas em relação aos ativos financeiros e possibilita a transferência de riscos entre os participantes. Como conseqüência, os mercados financeiro e de capitais atuam de forma mais eficiente, com

¹¹⁸ Lazzarini exemplifica a negociação direta entre comprador e vendedor, fora de bolsa: “Imagine, por exemplo, uma agroindústria que deseja proteger-se de uma eventual elevação do preço de sua matéria prima. Ela poderá contatar um certo produtor que deseja proteger-se justamente da variação inversa do preço do seu produto. As duas partes poderão simplesmente acertar um contrato onde o preço futuro é especificado. Mais ainda, se a agroindústria demandar a matéria-prima com características específicas de qualidade, localização, época de fornecimento, etc., não apenas os padrões usuais encontrados no mercado, o preço estabelecido naquele contrato particular estará altamente correlacionado com o preço da sua matéria prima específica, uma vez que esta especificidade estará detalhada no contrato e será garantida mediante a necessidade de que a entrega física seja efetivada”. (LAZZARINI, *Inovação e organização de bolsas de futuros*, p. 2).

¹¹⁹ TELSER, Lester G.; HIGINBOTHAM, Harlow N. *Organized futures markets*, p. 969 e ss.

redução de custos de transação, possibilidade de melhor alocação de recursos e incentivo à maior liquidez nos mercados à vista, em razão da possibilidade de maior participação de agentes mais avessos a risco.

Uma análise da necessidade de constituição de bolsas de derivativos em mercados emergentes é elaborada por Tsetsekos e Varangis. Segundo essa análise, os benefícios já apresentados da criação de bolsas de derivativos seriam aplicáveis, mas certas condições são necessárias para que a bolsa possa cumprir adequadamente sua função. Dentre essas condições estão a necessidade de existência de mercados para os ativos subjacentes aos contratos derivativos, um grande número de participantes aptos e interessados em realizar operações, um sistema legal que propicie o exercício e a proteção dos direitos de propriedade, bem como a execução dos contratos, instituições creditícias, o apoio do governo, em especial dos órgãos reguladores do mercado, recursos suficientes para o funcionamento das entidades responsáveis pela compensação e liquidação das operações em bolsa, além de baixo nível de competição oferecido por outras bolsas.¹²⁰

2.2. A racionalidade da organização da atividade da bolsa

2.2.1. A opção pela estrutura organizacional das bolsas

O ferramental teórico para o estudo das opções pelas diferentes estruturas organizacionais das bolsas é fornecido pela chamada teoria da agência. De acordo com esta, a escolha e as decorrentes distribuições de direitos de propriedade afetam a eficiência da firma. Em trabalho pioneiro, Jensen e Meckling sustentam que diversas estruturas de propriedade podem ensejar imperfeições, ineficiências, e, portanto, custos.¹²¹ Em trabalhos posteriores, Fama e Jensen oferecem nova contribuição ao apresentar variadas estruturas de propriedade em organizações e uma série de hipóteses quanto ao seu comportamento e desempenho esperados.¹²²

Em apertada síntese, os estudos que deram origem à teoria da agência sinalizam que a escolha da sua forma organizacional depende do ambiente em que está inserida a

¹²⁰ TSETSEKOS, George; VARANGIS, Panos. *Lessons in structuring derivatives exchanges*, p. 88-89.

¹²¹ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Rights and production functions*, p. 168 e ss.

¹²² Vide FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. *Organizational forms and investments decisions*, p. 203 e ss.

organização, consideradas questões ligadas à eficiência, uma vez que, em ambientes competitivos, as organizações ineficientes tendem a desaparecer. A opção por uma estrutura menos eficiente dificultará a participação de uma organização em um setor de forte competição, já suas competidoras, que optarem por formas mais eficientes, terão maiores chances de sobrevivência. Em certa medida, esse raciocínio implica que as mudanças na forma de organização acontecerão todas as vezes em que houver possibilidade de incorporação de ganhos de eficiência. Contudo, essa constatação não permite inferir qual será a nova opção de estrutura organizacional a ser adotada.¹²³

Mas as visões acerca das opções de formas organizacionais não se limitam a essa consideração sobre a necessidade de incremento da ineficiência. Outros autores adotam pontos de vista diversos, ao identificar outros fatores que podem influenciar a decisão de mudança. Em estudo da indústria de seguros nos Estados Unidos, Mayers e Smith destacam que a mudança organizacional – no caso, para a adoção da forma de uma companhia aberta – pode ser também motivada pelos interesses pessoais dos administradores em obter ganhos com o processo de desmutualização, por exemplo, resultantes dos planos de remuneração em ações ou opções sobre ações.¹²⁴

Em estudo sobre a forma de organização das bolsas européias, Baris Serifsoy identifica três estruturas básicas de propriedade. Sua análise parte da consideração de que a propriedade constitui um importante instrumento de incentivo: nos casos em que os *residual claims* estiveram atribuídos àqueles que detêm o controle, haverá um incentivo a sua maximização. Assim, no caso das bolsas, a primeira estrutura possível é a de uma sociedade com fins lucrativos, que objetiva a maximização dos lucros e sua posterior distribuição aos acionistas.

A segunda estrutura proposta por Serifsoy é o de uma organização mutualística, que busca maximizar a utilidade de seus membros. Finalmente, a terceira delas é o de uma organização controlada pelo Estado, que provê serviços ao mercado que não poderiam ser oferecidos pela iniciativa privada, em razão de sua natureza essencialmente pública ou de outros fatores externos.¹²⁵

¹²³ Para uma síntese da abordagem da teoria da agência a este respeito, vide CHADDAD, Fábio R.; COOK, Michael L. *The economics of organization structure changes*, p. 576-577.

¹²⁴ MAYERS, David; SMITH JR., Clifford W. *Ownership structure and control*, p. 136.

¹²⁵ SARIFSOY, Baris. *Essays on stock exchange efficiency, business models and governance*, p. 24.

A última estrutura proposta, de exploração dos serviços diretamente pelo Estado, tem sido a menos utilizada. Com efeito, o que se observa é um abandono dessa alternativa pelos poucos países que a adotaram, em favor da presença da iniciativa privada, ainda que as atividades das bolsas envolvam inegavelmente o interesse público. Segundo esta opção, ao agir no interesse da sociedade, o Estado não está interessado na maximização de lucros, mas em oferecer serviços na quantidade e qualidade necessárias. Todavia, como demonstraram as razões subjacentes aos diversos processos de privatização de empresas estatais no fim do século XX, os ganhos obtidos pela exploração direta do Estado não suplantam as conhecidas ineficiências inerentes à propriedade estatal.

De outro lado, a estrutura com fins lucrativos apresenta incentivos diferentes, pois, de acordo com essa outra modalidade de organização, o poder de decisão e os direitos aos *residual claims* estão alinhados. Nessa medida, segundo Sarifsoy, haveria o oferecimento de serviços de melhor qualidade e na quantidade adequada pela iniciativa privada, limitando-se o poder público a estabelecer as regras de funcionamento, sem poderes de gestão sobre o empreendimento, como na estrutura anteriormente descrita.

O terceiro arranjo proposto é o da propriedade mutualística, segundo o qual os investimentos necessários para a criação da infra-estrutura necessária ao oferecimento dos serviços são fornecidos pelos próprios usuários. Em comparação às duas estruturas anteriores, Sarifsoy sustenta que (i) a renda excedente gerada é inferior àquela observada na sociedade com fins lucrativos; e (ii) trata-se de uma estrutura mais eficiente que aquela resultante do controle direto pelo Estado.¹²⁶ Entretanto, há algumas limitações: os usuários podem adotar medidas procrastinatórias no momento de admitir novos usuários da infra-estrutura da bolsa, em especial por conta do grau de heterogeneidade dos membros, conforme se verá a seguir.

2.2.2. As bolsas como associações mutualísticas

O termo *demutualization* tem sido largamente utilizado no exterior, como referência às mudanças organizacionais (e legais) observadas nas bolsas. Por exemplo, Jennifer Elliot o define como a transição da bolsa, de uma associação mutualística de

¹²⁶ SARIFSOY, Baris. *Essays on stock exchange efficiency, business models and governance*, p. 25.

membros que opera sem fins lucrativos, para uma companhia de responsabilidade limitada e com finalidade lucrativa, sujeita ao controle de seus acionistas.¹²⁷

No Brasil, o estudo das organizações mutualísticas esteve freqüentemente associado ao Direito Cooperativo. Segundo Leães, o caráter mutualista reside no fato de que “[...] os associados se reúnem com o objetivo de desenvolver uma atividade econômica de mútuo benefício, sendo os próprios cooperados os destinatários de seus bens e serviços”. Completa o professor paulista: “O caráter mutualista da organização cooperativa faz com que os seus membros assumam, sempre e essencialmente, dupla posição jurídica: eles são, ao mesmo tempo, sócios e destinatários da atividade societária”.¹²⁸

Repare-se que o exame de determinados tipos societários revela profundas diferenças em relação à organização mutualística, no que tange ao objeto e aos objetivos de uma e outra. No caso das sociedades anônimas, o art. 2º da Lei das S.A. estabelece que “[...] pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes”, ou seja, o objeto social é mero instrumento para o atingimento do objetivo de lucro, inerente à sociedade anônima. Na organização mutualística, tal diferenciação é inviabilizada, uma vez que a atividade econômica explorada está voltada para o benefício direto dos próprios associados.

A doutrina estrangeira identifica como origem dos empreendimentos sob a forma mutualística as guildas medievais, do norte da Europa.¹²⁹ Modernamente, tais formas de organização mutualística não se limitam às bolsas – seguradoras, *mutual saving banks*, cooperativas de crédito, associações de poupança e empréstimo e muitas outras atividades conservaram por algum tempo as mesmas características.¹³⁰

Aliás, os recentes movimentos de “desmutualização” não se limitam às bolsas. Seguradoras em diversos países também passaram pelo mesmo processo, motivadas por três fatores principais: imprimir uma postura comercial mais agressiva às suas atividades; facilitar o acesso a novas fontes de capital (com emissões públicas de ações e títulos de dívida); e permitir a diversificação de suas atividades, em ramos nos quais a forma mutualística poderia

¹²⁷ ELLIOTT, Jennifer. *Demutualization of securities exchanges*, p. 1.

¹²⁸ LEÃES, L.G.P. *Desvio da função mutualista em sociedade cooperativa*, p. 532.

¹²⁹ BRADLEY, Caroline. *Demutualization of financial exchanges*, p. 661-662.

¹³⁰ Para extensa análise do assunto, vide HANSMANN, Henry. *The ownership of enterprise*, p. 246 e ss.

se mostrar inadequada.¹³¹ Tais argumentos não são muitos diferentes daqueles apresentados no caso das bolsas, mas, como estas são entidades auto-reguladoras e de importância central para o funcionamento da economia, merecem uma análise mais cautelosa e específica.

Na análise da bolsa enquanto sociedade anônima, não se pode olvidar que estas exercem uma atividade diferenciada em relação às demais companhias. No longo prazo, o sucesso de uma bolsa estará atrelado à liquidez dos mercados por ela mantidos. E, dentre outros fatores, a liquidez é fortemente dependente da confiança que os participantes depositam na bolsa. Assim, em certa medida, as bolsas prestam um tipo de serviço parcialmente formado pelas próprias regras por elas editadas.¹³²

É ainda necessário acrescentar que a liquidez (motivada, em grande parte, pela confiança de investidores e intermediários em seus sistemas) constitui uma vantagem competitiva considerável para bolsas já estabelecidas, em contraposição a concorrentes recém-ingressantes. Tal constatação conduz a uma conclusão importante: “[...] as normas que devem regular as bolsas devem fomentar a competição [...]. Pessoas que sejam proprietárias de mercados [como uma bolsa] não deveriam ser capazes de usá-los de forma a obter lucros por conta de uma situação de monopólio ou cometer fraudes contra seus clientes [...]”.¹³³

Nos Estados Unidos, até por conta de expressa disposição legal¹³⁴, os órgãos reguladores adotaram medidas que objetivavam aumentar a competição pelo oferecimento de serviços de negociação. Conforme já visto, um dos movimentos recentes nesse sentido foi a regulamentação dos *Alternative Trading Systems* (ATS), no final da década de 1990, que representam forte competição às bolsas de valores.

De qualquer forma, enquanto sociedade anônima, a bolsa será administrada de forma a aumentar as receitas e reduzir os custos, para maximizar a lucratividade. Tal é o objetivo do empreendimento. Como qualquer companhia, uma baixa rentabilidade terá como

¹³¹ BRADLEY, Caroline. *Demutualization of financial exchanges*, p. 665.

¹³² Em sua conceituação de “bolsa de valores”, James J. Angel a definiu como “[...] uma ou mais plataformas de negociação, acrescentadas de um livro de regras bem grosso. De fato, o livro de regras é um dos mais importantes aspectos que definem um mercado” (*‘It consists of one or more trading platforms, in addition to a very thick rule book. Indeed, the rule book is one of the most important aspects that define the market’* – ANGEL, James J. *The evolving regulation of financial networks*, p. 268)

¹³³ “[...] the legal rules that should regulate exchanges should be rules to enhance competition [...] People who own markets should not be able to use them to make monopoly profits or to defraud their customers”. BRADLEY, op. cit., p. 675.

¹³⁴ §11 A (a) (1) (c) (ii) do *Securities Exchange Act* de 1934.

resultado a fuga de investidores, a queda na cotação de suas ações e maior custo de capital, o que reduz sua competitividade.

Até 2007, as bolsas brasileiras possuíam as características que autorizariam sua classificação como organizações mutualísticas.¹³⁵ Até por força de exigência regulamentar (Resolução CMN n.º 2.690), as bolsas possuíam como objeto social “manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários”; “dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações”; “estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez”; “criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores”, e assim por diante (art. 1º da Resolução CMN n.º 2.690/00). Tal Resolução ressalvava, ainda, que outras atividades somente poderiam ser exercidas mediante expressa autorização da Comissão de Valores Mobiliários, do que dependeria também a distribuição aos membros de parcela do patrimônio ou resultado (art. 1º, § único).

Outros aspectos que autorizam a conclusão do caráter preponderantemente mutualístico da forma de organização das bolsas brasileiras, até 2007, merecem destaque: (i) a admissão de novos membros está condicionada à aquisição de títulos patrimoniais (art. 24) e, mais importante, (ii) o fato de que “somente ao representante da sociedade membro é permitido operar nos pregões e sistemas da bolsa de valores” (art. 30).¹³⁶ Em suma, a bolsa constituída na forma da Resolução CMN n.º 2.690/00 mantinha um sistema de negociação cujo acesso era restrito aos detentores de títulos patrimoniais, o que, em função das características das organizações mutualísticas já relatadas, permitiam classificá-la como tal.

Como entidade mutualística, a bolsa precede a adoção intensiva de tecnologia na negociação de valores mobiliários. O pregão de viva-voz (o *floor*) sempre constituiu um limitador prático importante à participação indiscriminada e ilimitada de pessoas na negociação. Dentre outros objetivos, o controle do número de pessoas que pudessem negociar simultaneamente atendia à necessidade de se evitar a superlotação das rodas de negociação.

¹³⁵ Tanto a Bolsa de Valores de São Paulo como a Bolsa de Mercadorias e Futuros eram constituídas sob a forma de associações.

¹³⁶ Trata-se de regra geral que comporta algumas exceções, mas sempre sujeitas à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários.

Na sua origem, o controle do número de participantes diretos (“membros”) na negociação ocorria com uma combinação de diversos fatores: cobrança de dispendiosas contribuições anuais dos membros, altos preços para os títulos patrimoniais (necessários ao acesso direto ao pregão), além de limitação no número de títulos emitidos e passíveis de negociação. A lógica de participação alterou-se rapidamente com a introdução de sistemas eletrônicos de negociação.

As ofertas deixaram de ser apregoadas em uma sala de negociações e passaram a ser inseridas em sistemas de computadores, que cuidavam de fechar as operações, atendidas as especificações constantes das ofertas inseridas no sistema. Dado o desenvolvimento tecnológico, tais sistemas de negociação eram dotados de grande capilaridade, sem limitações quanto à localização geográfica daqueles que os utilizassem ou quanto ao número de pessoas que poderiam utilizá-los de forma simultânea.

Ou seja, nessas circunstâncias, o custo marginal de se acrescentar um novo usuário ao sistema passou a ser diminuto – o que inviabilizaria a cobrança pela bolsa de qualquer montante a título de anuidade dos participantes da negociação, caso estivesse inserida em um ambiente de competição. Assim, a remuneração pela manutenção dos sistemas de negociação passou a ser baseada mais no volume de operações realizadas e não na venda de títulos patrimoniais.¹³⁷

A análise dessa transformação merece algum aprofundamento e deve considerar os incentivos dos intermediários financeiros, que vendem seus serviços aos não-intermediários. É evidente que esta categoria de participantes do mercado resistirá a quaisquer iniciativas que resultem em uma redução na demanda por seus serviços e, conseqüentemente, de seus ganhos. Em outras palavras, estarão refratários a quaisquer iniciativas que impliquem redução mais que proporcional nas receitas de intermediação, em comparação ao crescimento no valor de sua propriedade (no caso específico, sua participação no patrimônio da bolsa).

A doutrina observa que a primeira característica distintiva das organizações controladas pelos próprios beneficiários diretos de sua atividade (as quais têm sido denominadas *customer-controlled firms*) é o fato de que os administradores não possuem como foco de atuação a maximização do lucro. Carmine Di Noia registra que colaboram contra a continuidade, no longo prazo, dessa modalidade de organização, três fatores

¹³⁷ STEIL, B. *Changes in the ownership and governance of securities exchanges*, p. 63.

principais: uma possível intensificação da competição, o interesse particular dos administradores em receberem participação no capital a título de remuneração (*e.g.*, com remuneração em ações ou opções nelas referenciadas) e a ameaça de substituição dos mesmos administradores por potenciais adquirentes do controle da organização. No caso particular das bolsas, nas últimas décadas os três aspectos têm sido observados.¹³⁸

2.2.3. Os fatores determinantes das alterações na estrutura interna: o fenômeno da desmutualização

Conforme visto, com a desmutualização ocorre uma alteração na estrutura de propriedade da organização das bolsas, para uma forma societária com finalidade lucrativa. Como resultado, ocorre uma mudança na distribuição dos *residual claims* e do controle, com implicações para o comportamento da organização e seu desempenho. Em muitos casos, essa nova forma organizacional assumida é a de uma sociedade por ações, seguida de um procedimento de abertura de capital, de forma que novos recursos possam ser obtidos no mercado, junto a investidores.

Como comentado, a desmutualização não é um fenômeno exclusivo das atividades das bolsas de valores e de mercadorias e futuros, sendo observada em outros setores da economia. O fenômeno é observado em determinados setores quando há alguma mudança institucional que “altera as regras do jogo”, o que desperta a curiosidade dos economistas para estudar os fatores determinantes e as conseqüências da desmutualização em certos setores da economia.

A literatura econômica identifica quatro setores nos Estados Unidos que passaram por grandes processos de desmutualização: o de associações de poupança e empréstimo (*Savings and Loan – S&L*), seguros, cooperativas agrícolas e bolsas, todas a partir da década de 1980. Nos quatro casos podem ser identificados aspectos comuns, a despeito da especificidade de cada setor.

No caso americano, as associações de poupança e empréstimos eram organizações voltadas para o benefício de seus próprios depositantes, criadas para viabilizar a concessão de empréstimos para famílias de renda mais baixa, com juros reduzidos, em

¹³⁸ DI NOIA, Carmine. *Customer-controlled firms*, p. 9.

especial para o financiamento de aquisições de imóveis. Sua atuação consistia na captação de depósitos de curto e médio prazos, de forma pulverizada, e na concessão de empréstimos de longo prazo, com o uso de hipotecas. O capital próprio era basicamente composto por lucros retidos. Os depositantes eram protegidos da eventual inadimplência da associação com o uso de uma modalidade de seguro, o que, aliado à grande fragmentação dos valores depositados para cada indivíduo, reduzia o interesse dos aplicadores pelo monitoramento das atividades dos administradores, que geriam as atividades com certa liberdade, algumas vezes em seu próprio benefício.¹³⁹

No início da década de 1980, as associações S&L concentravam 73% dos ativos do setor. Todavia, diversas mudanças afetaram seu desempenho, em razão de alterações na regulamentação aplicável ao seu negócio e da instabilidade nas taxas de juros. Muitas associações se converteram em companhias, captando mais de 11 bilhões de dólares com a emissão de ações, de modo que, em 2003, a participação de associações havia se reduzido para cerca de 10% dos ativos totais, sendo o restante dominado por organizações sob uma nova forma jurídica.¹⁴⁰

Os estudos empíricos a respeito das mudanças na atividade das S&L identificam algumas razões que motivaram as alterações no perfil da indústria. Em primeiro lugar, a abertura de capital possibilitava a obtenção de capital externo, o que poderia financiar uma estratégia de crescimento mais agressiva. Observou-se também que as associações que adotavam a nova forma de sociedades apresentavam maior lucratividade, tolerância a risco e crescimento, no período posterior à conversão.¹⁴¹

Mas há outros aspectos que merecem ressalvas. O fenômeno da desmutualização também afetou de forma significativa o risco do setor, pois também se observou que as associações que se converteram em companhias passaram a investir em projetos de maior risco, a usar maior alavancagem financeira e crescer a uma taxa mais alta que aquelas que mantiveram sua estrutura original, o que também esteve associado a uma maior volatilidade nos lucros.¹⁴² Ao mesmo tempo em que o desempenho operacional e a

¹³⁹ Vide O'HARA, Maureen. *Property rights and the financial firm*, p. 317 e ss.

¹⁴⁰ CHADDAD, Fábio R.; COOK, Michael L. *The economics of organization structure changes*, p. 578.

¹⁴¹ HADAWAY, B. L.; HADAWAY, S.C. *An analysis of the performance characteristics of converted savings and loan associations*, p. 195 e ss.

¹⁴² CORDELL, L. R.; MAC DONALD, G. D.; WOHAR, M. E. *Corporate ownership and the thrift crisis*, p. 719 e ss.

lucratividade apresentaram melhoras com a desmutualização, parcialmente justificada pelo alinhamento de interesses entre administradores e acionistas, a adoção de estratégias mais arriscadas pode ter contribuído para a crise que se abateu sobre o setor de *Savings and Loan* na própria década de 1980.

Um fenômeno semelhante ocorreu na indústria de seguros nos Estados Unidos, na década de 1990. Diversas empresas do setor – inclusive de grande porte, como Prudential, MetLife e John Hancock – abandonaram a forma mutualística, por meio da qual eram controladas pelos próprios beneficiários dos seguros contratados e passaram a adotar a forma de companhias, muitas delas com uma subsequente emissão pública de ações. Dentre outros fatores, o grande impulsionador do processo de mudança foi a alteração na regulamentação, que passou a permitir que instituições financeiras também oferecessem contratos de seguros a seus clientes, revogando-se uma limitação que perdurava desde a década de 1930, com a edição do *Glass-Steagall Act*. Assim, as seguradoras passaram a enfrentar fortes concorrentes, que antes não atuavam no setor. A exemplo do observado com as associações de poupança e empréstimo, estudos empíricos demonstram que a desmutualização das seguradoras também teve como consequência um ganho de eficiência para a organização, sendo a opção pela forma de sociedade anônima motivada ainda pela necessidade de maior acesso ao capital externo.¹⁴³

Ainda que em menor intensidade, uma outra tendência recente de mudanças na forma organizacional adotada ocorreu nas cooperativas agrícolas nos Estados Unidos, onde o setor passou a exigir maiores investimentos, por conta de alterações no perfil da agroindústria, por exemplo, com a necessidade de processamento de alimentos para o aumento do valor agregado dos produtos, de desenvolvimento de marcas e o aumento da competição internacional. Em função da necessidade de maiores investimentos, novas estruturas organizacionais passaram a ser necessárias, com o abandono da tradicional organização mutualística, que não possibilita grande flexibilidade financeira.¹⁴⁴

Analisadas as diversas experiências de desmutualização nos diferentes setores da economia, Chaddad destaca sete observações importantes, que estão sintetizadas a seguir:

¹⁴³ Dentre diversos outros estudos a respeito, vide VISWANATHAN, Krupa S.; CUMMINS, J. David. *Ownership structure changes in the insurance industry*, p. 401 e ss.; MAYERS, David; SMITH JR., Clifford W. *Ownership structure and control*, p. 117 e ss.

¹⁴⁴ Para uma extensa análise das mudanças observadas nas cooperativas americanas, vide CHADDAD, Fábio R.; COOK, Michael L. *Understanding new cooperative models*, p. 348 e ss.

- a) as ondas de desmutualização ocorrem como decorrência de rupturas institucionais ou mudanças repentinas de mercado, como alterações na regulamentação ou inovações tecnológicas, que aumentam o nível de competição em cada setor e reduzem as margens dos participantes;
- b) o abandono da forma mutualística em favor de uma organização com fins lucrativos gera ganhos de eficiência, com melhoria do desempenho da organização;
- c) a adoção de uma forma de sociedade com fins lucrativos possibilita maior flexibilidade financeira à organização, com uma mitigação dos problemas resultantes de restrições de natureza financeira eventualmente existentes na forma mutualística;
- d) a desmutualização possibilita aos membros da organização mutualística o acesso a recursos anteriormente imobilizados no seu patrimônio, por exemplo, sob a forma de “títulos patrimoniais”;
- e) os sistemas de governança adotados pelas organizações mutualísticas são frágeis e muitas vezes não possibilitam o monitoramento adequado dos administradores, além de dificultarem o uso de mecanismos de remuneração como opções de ações ou remunerações baseadas em desempenho;
- f) o processo de desmutualização pode ainda ocorrer com a formação de uma estrutura híbrida, com a manutenção da associação mutualística como *holding* controladora de outras sociedades que, por sua vez, exploram determinadas atividades com o uso de recursos externos;
- g) mudanças gradativas no ambiente institucional podem propiciar às organizações ainda estruturadas como mutualísticas a oportunidade para se adaptar às novas condições, sem a necessidade de mudanças bruscas e radicais na sua forma de organização.¹⁴⁵

Essas sete conclusões acerca dos processos de desmutualização nos diversos setores da economia americana também partiram das observações do mesmo fenômeno de mudanças no setor das bolsas. Mas alguns aspectos teóricos da matéria são apresentados com

¹⁴⁵ CHADDAD, Fábio R.; COOK, Michael L. *The economics of organization structure changes*, p. 587-590.

maiores pormenores na próxima seção, enquanto que no capítulo V é feita uma apresentação das experiências em diversos países.

2.2.4. As bolsas como sociedades com fins lucrativos: o fenômeno da desmutualização no caso das bolsas

Feitas essas considerações sobre outros setores da economia, cabe agora avaliar o fenômeno da desmutualização no caso específico das bolsas. A questão foi objeto de alguma atenção na literatura, à busca de explicações para as opções adotadas e de identificação das possíveis conseqüências da adoção de um ou outro modelo. Especificamente no caso das bolsas, na literatura são encontradas duas análises que polarizam a discussão.

A primeira análise é efetuada por Oliver Hart e John Moore.¹⁴⁶ Os autores analisam a eficiência de uma bolsa administrada como organização mutualística (com diversos membros que também são usuários dos serviços da bolsa e que participam da administração) em contraposição a uma bolsa com fins lucrativos e controlada por um único investidor (não usuário dos serviços da bolsa). Os autores definem a “eficiência” em termos da proximidade do preço que seria cobrado pelos serviços oferecidos para cada uma das alternativas de estrutura da bolsa, em face dos respectivos custos.

Os autores concluem que há dois fatores críticos para o desempenho das bolsas sob uma ou outra forma de organização: a maior ou menor diversidade dos membros (medida em termos do volume de operações realizadas para cada um deles) e o grau de competição a que a bolsa se encontra sujeita. Em face desses dois fatores, concluem Hart e Moore que a organização sob a forma mutualística será (i) mais eficiente quando o perfil dos membros for mais homogêneo; e (ii) menos eficiente quando a bolsa estiver sujeita a um grau de competição mais intenso.¹⁴⁷

O trabalho de Hart e Moore é utilizado como ponto de partida por diversos autores. Carmine Di Noia entende que suas conclusões autorizariam a inferência de que, no novo ambiente de competição e de mudanças freqüentes na estrutura do mercado e na forma

¹⁴⁶ HART, O.; MOORE, J. *The governance of exchanges*, p. 53 e ss.

¹⁴⁷ HART; MOORE, op. cit., p. 56.

de atuação dos seus participantes, não seria uma medida de “bom senso” manter uma bolsa em operação sob a forma tradicional.¹⁴⁸

Uma segunda análise existente na literatura foi elaborada por Craig Pirrong¹⁴⁹, que parte de pressupostos ligeiramente diversos daqueles utilizados por Hart e Moore. De acordo com essa segunda vertente, a forma mutualística seria prevalecente nos casos em que a heterogeneidade de membros fosse maior.

Pirrong destaca diversos aspectos que merecem análise apurada: em primeiro lugar, observa que historicamente as bolsas constituídas sob a forma de organizações mutualísticas possuem uma tendência à formação de cartéis, com a fixação de preços mínimos comuns por todos os membros.¹⁵⁰ Adicionalmente, observa uma relação de simultaneidade entre a desmutualização e a adoção da negociação eletrônica, com duas explicações possíveis e condizentes com as conclusões de seus estudos: em primeiro lugar, a adoção da negociação eletrônica tende a reduzir a heterogeneidade dos membros, pois estes passam a ter os mesmos privilégios na negociação. A segunda explicação está ligada ao fato de que a negociação eletrônica reduz a necessidade de propriedade da bolsa por seus próprios membros-usuários, uma vez que as habilidades de um operador a serviço de um membro não são específicas para aquele mercado e podem ser facilmente redirecionadas para outros sistemas de negociação.¹⁵¹

A análise de Pirrong acrescenta ainda uma avaliação dos possíveis impactos de suas conclusões para a regulação de mercado. Os incentivos para a adoção de determinada norma interna por uma bolsa variam conforme (i) seu poder de mercado; (ii) as características de seus membros; e (iii) a natureza do seu processo decisório interno. Assim, tais fatores devem ser levados em consideração nas atividades de hetero-regulação, uma vez que a auto-regulação pode resultar em decisões que não atendem ao interesse público. Também é possível que os conflitos entre os membros provoquem a adoção de regras menos eficientes.¹⁵²

Essas proposições são ilustradas por Pirrong com alguns exemplos práticos. Na primeira metade da década de 1990, o processo decisório acerca da desmutualização em

¹⁴⁸ DI NOIA, Carmine. *Customer-controlled firms*, p. 10.

¹⁴⁹ PIRRONG Craig. *A theory of financial exchange organization*, p. 437 e ss.

¹⁵⁰ Nos Estados Unidos, a fixação da corretagem vigorou até o início da década de 1970. No Brasil a “Tabela de Corretagem” era fixada oficialmente e foi extinta com a edição da Resolução CMN n.º 2.549, de 24 de setembro de 1998.

¹⁵¹ PIRRONG, op. cit., p. 459-460.

¹⁵² PIRRONG, op. cit., p. 467-468.

diversas bolsas de derivativos nos Estados Unidos (como a *Chicago Board of Trade*, a *Chicago Mercantile Exchange* e a *New York Mercantile Exchange*) foi marcado pelo embate entre categorias de membros, que possuíam interesses diferenciados. Os chamados *floor brokers* e *locals* (corretores do pregão de viva voz e outros membros que operavam em nome próprio) eram favoráveis à desmutualização, pois a crescente participação de investidores institucionais por meio da negociação eletrônica, com acesso em tempo real às cotações e ao movimento do mercado havia retirado as vantagens comparativas do pregão de viva voz e reduzido os ganhos auferidos pelo grupo. Com efeito, esses membros que atuavam no *floor* eram favoráveis à conversão da bolsa para o formato de uma entidade com fins lucrativos, para que ela pudesse atuar com foco na valorização da participação dos corretores no capital da bolsa – o que, destaque-se, necessariamente passaria pelo aumento no preço dos serviços prestados pela entidade.

Em oposição ao grupo de corretores de pregão, as grandes corretoras de contratos futuros e outros investidores institucionais que eram membros da bolsa opunham-se ao abandono da forma mutualizada de organização. Sob o ponto de vista desse segundo grupo de membros, a opção pela nova organização com finalidade lucrativa reduziria as receitas de corretagem, e, portanto, seus ganhos diretos na atividade de intermediação, ao mesmo tempo em que a bolsa passaria a cobrar valores mais altos pelos serviços prestados.¹⁵³

Em contraste com esses conflitos políticos internos às bolsas de derivativos americanas, decorrentes da diversidade de interesses de seus participantes, Pirrong argumenta que, nas bolsas com menor diversidade de membros e propriedade concentrada, a opção pela forma com fins lucrativos foi natural e menos sujeita a contestações internas. Como exemplo haveria o caso da OM, na Suécia, controlada por quatro sociedades, sendo três delas corretoras de valores. No caso sueco, essas três instituições teriam optado por reduzir os ganhos auferidos com a corretagem, até então mantida em patamares altos, em troca dos lucros que passariam a ser diretamente auferidos pela bolsa, posteriormente distribuídos aos próprios sócios.¹⁵⁴

Sob o ponto de vista da distribuição dos ganhos auferidos na atividade bursátil, em termos simplificados a diferença entre uma bolsa desmutualizada e outra constituída sob a

¹⁵³ PIRRONG, Craig. *A positive theory of financial exchange organization with normative implications for financial market regulation*, p. 24-28.

¹⁵⁴ PIRRONG, op. cit., p. 27.

forma de associação mutualística refere-se à possibilidade de que a primeira possibilita a transferência direta de recursos para seus sócios, de forma que ela pode cobrar valores mais altos pelos seus serviços e distribuir o excedente obtido, por exemplo, sob a forma de dividendos. De outro lado, na bolsa constituída sob a forma de associação, não há uma busca pelo ganho adicional, sendo que são os membros da bolsa, de maneira direta, que auferem os ganhos na cobrança dos serviços prestados a seus clientes.

A ênfase nessa diferenciação é importante, especialmente nos casos em que houver um regime monopolístico ou de baixa competição. Nesse ambiente, o comportamento esperado da bolsa e dos seus membros será diferenciado, na busca pela exploração do poder de mercado. Na bolsa mutualizada, os preços cobrados pelos serviços igualam-se ao custo marginal, de forma que o poder de monopólio é explorado pelos membros.¹⁵⁵ De outro lado, na bolsa com fins lucrativos, a exploração da posição monopolista é realizada pela própria bolsa, com a cobrança de preços superiores ao mesmo custo marginal.

2.3. Conclusão parcial

A importância das bolsas para o desenvolvimento econômico tem sido ressaltada na literatura econômica. A existência de bolsas mais eficientes e à disposição dos agentes econômicos é de fundamental importância e deve ser perseguida pela regulamentação do mercado.

As bolsas de valores têm funcionado como um instrumento importante para a viabilização do mercado de capitais, como meio de encontro de tomadores e aplicadores de recursos. Com a manutenção de um mercado secundário eficiente, propiciam-se liquidez e

¹⁵⁵ PIRRONG registra que em muitas bolsas constituídas sob a forma de associações, as práticas de limitação à entrada de novos membros e de tabelamento do valor da corretagem eram freqüentes e visavam fixar os ganhos dos membros já existentes. Sobre a concorrência no setor de atividade das bolsas, o mesmo autor registra o seguinte: “Se as bolsas enfrentam um alto grau de concorrência no oferecimento dos seus serviços, a relação econômica é muito simples: elas adotarão regras e estruturas de governança eficientes, do contrário não sobreviverão. Em contraste, se as bolsas possuem poder de mercado ou são protegidas por barreiras à entrada de novos concorrentes, a análise é mais interessante. Os membros que buscam maximizar seu lucros terão um incentivo para criar regras e estruturas organizacionais que permitam explorar esse poder de mercado. A sobrevivência de práticas ineficientes da bolsa (incluindo arranjos para a fixação de preços pelos serviços prestados pelos membros e a adoção de regras ineficientes) depende crucialmente da existência de poder de mercado. Dessa forma, qualquer teoria de organização de bolsas deve considerar explicitamente o papel desse poder e as barreiras à entrada de concorrentes” (PIRRONG, Craig. *A positive theory of financial exchange organization with normative implications for financial market regulation*, p. 3).

baixos custos de transação, o que beneficia tanto os investidores, que passam a contar com novas alternativas de investimento e diversificação de suas carteiras, quanto os emissores de valores mobiliários, que vêm viabilizadas suas distribuições de novos papéis, com captação de novos recursos e com redução do custo de capital.

Ao mesmo tempo, as bolsas de mercadorias e futuros funcionam como grandes centros de redistribuição de riscos, sendo seu funcionamento eficiente e regular de fundamental importância, conforme ficou demonstrado. Esse papel é ainda mais relevante quando consideramos que a utilização dos contratos derivativos tem sido crescente na economia mundial, além de ser uma alternativa de investimento cada vez mais adotada pelos agentes econômicos. Portanto, aumenta a importância da existência de uma bolsa de derivativos suficientemente aparelhada a prover um mercado confiável, com liquidez, baixos custos de transação e adequada administração do risco.

Observou-se ainda que essa eficiência necessária ao funcionamento das bolsas está atrelada à utilização de um modelo organizacional adequado ao ambiente em que se encontram inseridas. Conforme visto, mesmo em outros setores da economia, alterações no ambiente, em especial em razão de pressões competitivas, implicam adaptações na forma de estruturação interna das organizações.

Nesse sentido, observa-se que o fenômeno da desmutualização demonstra uma resposta da organização a uma nova realidade externa. A adaptação organizacional a essa nova realidade é necessária, do contrário haverá perda de competitividade e comprometimento de sua viabilidade no longo prazo.

Essa necessidade de adaptação organizacional dos agentes privados não pode ser ignorada pelo Estado. Adicionalmente, muitas vezes é o Poder Público que, por via direta ou indireta, incentiva a ocorrência de mudanças, ao alterar a regulamentação e o equilíbrio de forças em um determinado setor da economia.

Especialmente em razão de um novo ambiente de competição, as bolsas deram início a um processo de transformação das suas estruturas internas, com o abandono da formatação mutualística, em favor do modelo de sociedade anônima. A cautela no tratamento desse fenômeno de transformação das bolsas justifica-se pela necessidade de estudo de suas repercussões no funcionamento e na regulação do mercado de capitais, em razão do destacado papel exercido por essas instituições.

Especificamente no caso brasileiro, não se pode esquecer que o grau de competição pode ser diferente daquele a que estão expostas as bolsas no exterior, em especial nos países desenvolvidos. Cabe o alerta de que, em um ambiente de baixa concorrência, haverá (i) apropriação de ganhos pela própria bolsa e seus acionistas (no caso das instituições desmutualizadas) ou (ii) pelos seus membros (nas situações em que a bolsa ainda estiver sob regime de entidade sem fins lucrativos), com prejuízo para a eficiência do mercado. Resta identificar se os recentes processos de mudanças organizacionais das bolsas locais não representaram uma mera transferência da segunda situação para a primeira.

CAPÍTULO III. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA E LEGISLATIVA DAS BOLSAS

3.1. Origens

A doutrina apresenta origens remotas para as bolsas. Há autores que identificam o *collegium mercatorum* ou a *Basilica* como as precursoras romanas das atuais bolsas¹⁵⁶, como locais de reunião de mercadores para o trato de negócios. Oscar Barreto Filho faz ainda referência ao *emporium* entre os gregos.¹⁵⁷ Posteriormente, na Idade Média, as principais cidades italianas possuíam as *loggie* e os *mercati*, já no século XIII. Segundo Bulgarelli, “[...] substituindo o comércio eventual e esporádico das feiras, pelo comércio permanente através dos mercados, das reuniões que neles se efetuavam para a compra e venda, teriam surgido as bolsas”.¹⁵⁸ Movimentos semelhantes também eram observáveis em Flandres, na cidade de Bruges, ainda durante a Idade Média.

Segundo alguns autores, o próprio vocábulo bolsa guarda relação com essas origens medievais. Carvalho de Mendonça apresenta quatro origens possíveis para a palavra, mas identifica como a mais exata aquela advinda do princípio da monarquia portuguesa, segundo a qual as reuniões dos homens de negócio ocorriam em torno de uma bolsa ou caixa, na qual todos depositavam recursos. Outras explicações relacionam o termo bolsa a Van Der Burse, comerciante de Bruges e proprietário de uma casa defronte à qual se reuniam os comerciantes da cidade¹⁵⁹, ou ao fato de que no emblema do comércio Mercúrio carrega uma bolsa. Outra origem cogitada é a *borsa*, palavra que na Itália denominava reunião (*borsa dei cittadini*) na qual se coletavam votos em uma bolsa.

De qualquer forma, desconsideradas as reuniões de Bruges, segundo Carvalho de Mendonça a primeira bolsa organizada de que se tem notícia é a Bolsa de Antuérpia, fundada em 1531. Outras se seguiram na Europa, em diversas cidades: Lyon, Londres,

¹⁵⁶ CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. *Tratado de Direito Comercial brasileiro*, p. 282 e ss.; SASTRE, Antonio Rodriguez. *Operaciones de bolsa*, p. 5-6.

¹⁵⁷ BARRETO FILHO, O. *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*, p. 7.

¹⁵⁸ BULGARELLI, Waldirio. *Bolsa de valores*, p. 64.

¹⁵⁹ Esta origem é defendida por VILLELA FILHO, Gustavo A. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*, p. 65 e BARRETO FILHO, op. cit., p. 7.

Hamburgo, Amsterdã, Paris, Viena e muitas outras.¹⁶⁰ O desenvolvimento das bolsas ocorria paralelamente ao crescimento da atividade financeira, inclusive com a emissão de títulos do governo negociáveis a partir de meados do século XIII.

3.2 A evolução das bolsas no exterior

É digno de nota o desenvolvimento dos mercados bursáteis na Holanda, no século XVII. Após o declínio da Bolsa de Antuérpia (como consequência do saque da cidade por tropas espanholas em 1585), o mercado de Amsterdã foi beneficiado pela imigração de fugitivos das guerras religiosas, que levaram capital e experiência nos negócios. Sobre o desenvolvimento do mercado holandês, Chancellor destaca a grande variabilidade de produtos e serviços financeiros da Bolsa de Amsterdã, incluídos bens primários, moedas estrangeiras, participações acionárias e até mesmo versões iniciais dos modernos contratos derivativos como futuros, opções e contratos a termo.¹⁶¹

O mercado de ações em Amsterdã desenvolveu-se posteriormente à criação da Companhia Holandesa das Índias Orientais, em 1602. Originalmente concebida para manter um mercado de produtos agrícolas e de metais preciosos, para os padrões do século XVII a Bolsa de Amsterdã poderia ser considerada extremamente sofisticada. Em obra datada de 1688, De La Vega, um corretor da bolsa, descreve operações de “venda a descoberto”, a termo e de opções que eram realizadas em Amsterdã, mesmo com diversas restrições governamentais à atividade especulativa.¹⁶²

A Holanda é vista como o país que deu origem aos contratos derivativos, posteriormente adotados em outros mercados como Londres e nos Estados Unidos, em Nova York e Chicago. No início, os ativos subjacentes eram *commodities*, mas com o lançamento de ações no mercado, os títulos emitidos pelas companhias passaram a ser utilizados como referência para os contratos.¹⁶³

¹⁶⁰ A relação exemplificativa, que inclui algumas das bolsas européias mais antigas, é de CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. *Tratado de Direito Comercial brasileiro*, p. 281.

¹⁶¹ CHANCELLOR. E. *Salve-se quem puder*, p. 23-24.

¹⁶² Para uma análise da obra de José de la Vega, vide PLANAS, Javier. *Antecedentes históricos del Derecho bursátil*, p. 31 e ss.

¹⁶³ Há registro de versões primitivas dos modernos contratos derivativos desde a Antigüidade. Todavia, somente a partir do século XVII, tais contratos deixaram de ser utilizados apenas por produtores e comerciantes de

A Bolsa de Amsterdã contava ainda com regras próprias de compensação e liquidação de operações, em datas determinadas. Em 1612 o número de corretores oficialmente registrados alcançava 300, mas o funcionamento dessa bolsa ocorria à margem da regulação estatal. Edward Stringham relata que a bolsa não possuía regras formalmente estabelecidas, e os incentivos para o cumprimento dos contratos advinham da necessidade de manutenção de uma boa reputação junto aos demais corretores, a fim de viabilizarem a permanência no mercado e a possibilidade de se realizar novas operações no futuro.¹⁶⁴

O exemplo holandês demonstra que não se pode desconsiderar o fato de que a evolução das bolsas nos diversos países ocorreu sob ambientes legais diferentes, o que influenciou sobremaneira suas formas de organização e funcionamento. Por exemplo, as bolsas de valores de Londres e Nova York foram constituídas e funcionaram como entidades auto-reguladas, em contraposição às bolsas de Berlim e Paris, cuja constituição se deu por impulso oficial. Note-se que nos dois primeiros países prevalece o sistema de *commom law*, enquanto nos dois últimos (europeus continentais) o sistema jurídico é diverso.¹⁶⁵

O estudo da evolução das bolsas no exterior, em especial ao longo do século XIX, revela ainda outros aspectos importantes. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, os mercados acionários desenvolveram-se com o patrocínio de entidades privadas e com baixo nível de interferência governamental. Por exemplo, em Londres não havia fixação de comissões de corretagem até 1912, as regras de admissão de novos membros eram simples e havia pouca interferência governamental nas atividades da bolsa. Por sua vez, na Bolsa de Paris o governo controlava o número de membros, estabelecia as regras de realização de operações e determinava os títulos que poderiam ser admitidos à negociação.

3.2.1 As bolsas no exterior: os diferentes regimes existentes

commodities, em caráter ocasional, sendo objeto de negociação contínua e de forma organizada e centralizada, contando ainda com especuladores, responsáveis pela liquidez dos contratos. Para uma análise do caráter inovador da Bolsa de Amsterdã na negociação de derivativos, vide GELDERBLOM, Oscar e JONKER, Joost. *Amsterdam as the cradle of modern futures and options trading*, p. 11 e ss.

¹⁶⁴ STRINGHAM, Edward. *The extralegal development of securities trading in the seventeenth-century Amsterdam*, p. 321-344. Também há registros de negociação de contratos derivativos no Japão, em Osaka, ainda no século XVII. Para uma análise do japonês, vide WEST, Mark D. *Private ordering at the world's first futures Exchange*, p. 2.574 e ss.

¹⁶⁵ DAVIS, Lance; NEAL, Larry. *The changing roles of regional stock exchanges*, p. 1.

O estudo comparado da evolução das bolsas em países diferentes revela alguns contrastes, seja na estrutura ou na forma de funcionamento de cada instituição. Também, o arcabouço legal aplicável – ou sua completa ausência – constitui um fator de grande influência nessa evolução. Em face da multiplicidade de situações encontradas em diferentes países, a doutrina buscou identificar características comuns nos diversos sistemas legais, inicialmente categorizando-os conforme o regime de constituição das bolsas, de acordo com o grau de interferência estatal.

Uma primeira classificação dos regimes regulamentares das bolsas é proposta por Ary Oswaldo Mattos Filho, que identifica três padrões básicos.¹⁶⁶ O primeiro deles é o modelo liberal. Segundo este, a atividade reguladora do Estado sobre a estrutura e o funcionamento das bolsas é muito reduzida, o que, no caso específico, convém tanto ao governo quanto à iniciativa privada. O melhor exemplo dessa categoria seria a Inglaterra.

Um segundo padrão observável seria o de autorização administrativa do Estado, que pode ser considerado preponderante em termos de número de países que o adotam. Segundo essa vertente, aplicável, na opinião de Mattos Filho, ao Brasil (posteriormente a 1965) e aos Estados Unidos (posteriormente a 1934), as bolsas exercem uma atividade privada, mas que é fiscalizada pelo Estado, a exemplo do que ocorre com outras atividades, como as exploradas pelas instituições financeiras. De acordo com esse padrão, as bolsas surgem a partir da iniciativa de agentes econômicos privados, mas seu funcionamento depende da prévia autorização estatal.

Finalmente, um terceiro padrão observado diz respeito à criação da bolsa por meio de uma lei. Segundo essa modalidade, o surgimento da bolsa será resultado da decisão de exercício, pelo próprio Estado, da atividade de intermediação. Nessa medida, a criação da bolsa não depende da vontade dos agentes privados, mas sim de decisão política consubstanciada na edição de lei. Ainda segundo Mattos Filho, esse seria o caso brasileiro no período anterior a 1965, quando foi editada a Lei do Mercado de Capitais (Lei n.º 4.728/65).

Classificação semelhante também é defendida por Waldemar Ferreira¹⁶⁷. Haveria um primeiro grupo de bolsas livres (como seria o exemplo da Holanda e da Inglaterra), um segundo constituído por bolsas fiscalizadas pelo governo (Argentina) e uma

¹⁶⁶MATTOS FILHO, A. O. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 24-25.

¹⁶⁷FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, V. 11, p. 246.

terceira categoria, de bolsas oficiais, cujo modelo característico seria a bolsa de valores de Paris.

Outros autores preferem uma classificação dualista dos regimes de tratamento das bolsas, como é o caso de Waldirio Bulgarelli e Carvalho de Mendonça, que condensam as formas de constituição de bolsas à luz do grau de interferência estatal em apenas dois grupos. O primeiro deles é o regime de liberdade, “[...] em que as bolsas são constituídas livremente, sem qualquer ingerência estatal”.¹⁶⁸ Nesse primeiro grupo, estariam incluídas as bolsas de valores de Londres, Nova York e Buenos Aires.

O segundo regime é o da tutela estatal, nos casos em que a legislação “[...] confere à Administração Pública o direito de estabelecê-las ou autorizá-las, exercendo direta vigilância”.¹⁶⁹ A esse regime mais restritivo estariam sujeitas as bolsas francesas, brasileiras, portuguesas e outras.¹⁷⁰

Conforme observa Mattos Filho, convém destacar que em razão de alterações legislativas os regimes adotados em cada país podem ser alterados com a passagem do tempo.¹⁷¹ O exemplo mais flagrante é o caso norte-americano, com a edição do *Securities Exchange Act* de 1934, que alterou radicalmente a forma de tratamento das bolsas nos Estados Unidos, com o abandono de um regime de ampla liberdade em favor de uma supervisão estatal mais intensa.

Assim, nas seções a seguir são apresentadas algumas características destes três mercados – Londres, Paris e Nova York. A intenção não é apresentar uma análise exaustiva, limitando-se a abordagem às origens de cada uma das bolsas, a partir do final do século XVIII, até o início do século XX, quando as principais características de cada bolsa já haviam sido sedimentadas.

3.2.2. A Bolsa de Valores de Nova York

¹⁶⁸ BULGARELLI, Waldirio. *Bolsa de valores*, p. 65.

¹⁶⁹ CARVALHO DE MENDONÇA. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, p. 288.

¹⁷⁰ Com referências ao sistema dualista, vide ainda ROTONDI, Mario. *La borsa valori in Italia i suoi organi*, p. 13-14; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Manual de Direito Comercial*, v. 1, p. 115 e ainda BARRETO FILHO, Oscar. *Natureza jurídica das bolsas de valores no Direito brasileiro*, p. 8.

¹⁷¹ MATTOS FILHO, A. O. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 24.

A Bolsa de Valores de Nova York (*New York Stock Exchange* - NYSE) é considerada a maior bolsa do mundo, pelo critério de valor das ações das companhias listadas. No final do século XX, esse montante era mais de quatro vezes superior ao valor das ações listadas na segunda maior bolsa mundial, a de Londres.¹⁷² Sua posição de liderança pode ser parcialmente explicada pelo porte econômico dos Estados Unidos, além do grande desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano.¹⁷³

Mas as origens da NYSE remontam ao século XVIII, e, alguns anos após sua criação, já se tornara o maior mercado norte-americano. Os registros históricos informam que a Bolsa de Valores de Nova York não é a mais antiga dos Estados Unidos, mas por conta de uma série de fatores a seguir enumerados, apresentou um melhor desempenho ao longo dos anos e terminou por superar suas rivais.¹⁷⁴ Conforme se verificará, a herança cultural comum, os costumes, as leis e o idioma semelhantes não implicaram uma completa correspondência entre as estruturas e o funcionamento das bolsas americanas e suas correspondentes na Inglaterra. Desde sua gênese diversas diferenças nos ambientes inglês e americano eram observáveis, o que influenciou a forma com que as bolsas norte-americanas se constituíram e evoluíram.¹⁷⁵

As ações e títulos de dívida governamental ou privada não eram negociados nos Estados Unidos em escala significativa até o fim do século XVIII, quase cem anos após a organização da negociação na Inglaterra. Segundo a literatura, o mercado de capitais norte-americano teve início após a independência do país. Durante o período colonial, as operações financeiras estavam inevitavelmente atreladas aos interesses da metrópole, que provia o financiamento de curto e médio prazos demandado pelos agricultores americanos. Banner informa que as experiências dos residentes na colônia com investimentos em ativos

¹⁷² SYLLA, Richard. *Origins of the New York Stock Exchange*, p. 299.

¹⁷³ A despeito do maior destaque dado à Bolsa de Valores de Nova York, é certo que, a partir do século XIX, diversas outras bolsas também foram constituídas nos Estados Unidos, mas que não alcançaram o mesmo sucesso. Este é o caso da *Consolidated Stock Exchange* (também sediada em Nova York, que funcionou no período de 1885 a 1926), que chegou a registrar cerca de 60% do volume negociado na NYSE, mas encerrou suas atividades após uma série de escândalos financeiros que resultaram no fechamento de diversas corretoras a ela associadas. A crise precipitou o fechamento da própria bolsa, na década de 20 do século passado. Para uma análise do ambiente competitivo em que estava inserida a NYSE, vide BROWN Jr., William *et al. Competing with the NYSE*, p. 7 e ss.

¹⁷⁴ Para uma análise do surgimento de outras bolsas regionais nos Estados Unidos, vide ANGEL, James. *Consolidation in the global equity market*, p. 8 e ss.

¹⁷⁵ Para uma análise das principais diferenças entre os mercados inglês e americano, vide MICHIE, Randal. *The London and New York Stock Exchanges*, p. 171 e ss.

mobiliários limitavam-se a títulos da coroa ou emitidos por companhias inglesas. Os governos coloniais não emitiam títulos de dívida, sendo financiados exclusivamente pela emissão de papel moeda, sem qualquer lastro em metais preciosos. Pouquíssimos empreendimentos privados eram financiados mediante emissão de ações. Durante todo o período colonial, apenas seis companhias receberam autorização governamental para sua constituição.¹⁷⁶

Não obstante, boa parte do esforço da guerra de independência contra a Inglaterra foi pago com títulos de dívida, que foram objeto de intensa especulação ao longo da década de 1780. A maior parte dos títulos terminou nas mãos de grandes investidores do norte do país, que compraram grandes volumes de títulos do público com grandes descontos em relação aos seus valores nominais e acabaram sendo beneficiados pela decisão governamental de resgatá-los pelos valores de face, propiciando-lhes grandes lucros.¹⁷⁷

Todavia, com a progressiva estruturação do governo federal, as finanças públicas passaram por um período de organização, sob a condução do secretário de Tesouro Alexander Hamilton. Dentre outras medidas adotadas, em 1790 foi promovida uma primeira emissão de títulos públicos (com a conversão das antigas dívidas contraídas no período da guerra da independência), a criação de um banco central (*Bank of the United States*, em dezembro de 1791) e a conversibilidade dos dólares americanos em ouro, do mesmo modo que ocorreu em outros países europeus.¹⁷⁸

Com essas medidas, estavam estabelecidos três pilares para o crescimento econômico e o florescimento de um mercado financeiro e de capitais: controle das finanças e da dívida pública, um banco central e uma moeda estável. Às medidas de Hamilton se seguiram diversas captações de recursos junto ao público promovidas por companhias privadas, por meio de emissão de ações ou de títulos de dívida, em especial por bancos.

Nos primeiros anos da década de 1790 a negociação no mercado secundário esteve distribuída nas praças em Nova York, Filadélfia e Boston, com maior destaque para a primeira. Richard Sylla atribui a maior liquidez em Nova York à maior presença de ingleses e holandeses, que carregavam a experiência obtida em seus países, que à época contavam com mercados de capitais mais desenvolvidos.¹⁷⁹ Ademais, em Nova York havia um maior volume

¹⁷⁶ BANNER, Stuart. *Anglo-american securities regulation*, p. 127-128.

¹⁷⁷ BANNER, op. cit., p. 127-128.

¹⁷⁸ SYLLA, Richard. *Origins of the New York Stock Exchange*, p. 302-303.

¹⁷⁹ SYLLA, op. cit., p. 307.

de comércio com o exterior, e, em geral, as companhias preferiam fazer os lançamentos iniciais de ações e títulos naquela cidade.

Os valores mobiliários tornaram-se uma alternativa popular de investimentos. Logo após as emissões, os preços experimentavam altas significativas. Banner toma como exemplo os direitos de subscrição das ações do *Bank of the United States* (apelidados de *scripts* ou *scrips*, em referência a *subscription*), que foram vendidos pelo governo ao público no início de julho de 1791 por 25 dólares. No fim do mesmo mês eram negociados pelo dobro do valor e, em agosto do mesmo ano, alcançaram cerca de 300 dólares em Nova York e na Filadélfia.¹⁸⁰

Como foi observado em outros países – como a Inglaterra – o crescimento no número de negócios e a maior presença de manobras especulativas começaram a trazer preocupações, sobretudo quanto ao inadimplemento dos contratos de compra e venda dos valores mobiliários em negociação. Já em 1792, a insolvência de William Duer, um proeminente participante do mercado, após uma manobra especulativa mal-sucedida, precipitou uma queda significativa do mercado de ações e títulos de dívida nos meses de fevereiro e março.

A crise de 1792 atingiu grandes proporções. Diversos credores de Duer também se tornaram insolventes, com um efeito em cadeia que atingiu inclusive um grande número de pequenos investidores, em especial nas três cidades em que os investimentos em ações e títulos de dívida eram mais procurados. A queda nas cotações contaminou também os preços dos imóveis e limitou a disponibilidade de crédito.

O impacto deletério do *crash* de 1792 sensibilizou o Poder Legislativo em diversos Estados. O primeiro deles a tentar impor medidas mais restritivas à atividade no mercado de capitais foi o da Filadélfia, que, em março de 1792, discutiu um projeto de lei que teria o objetivo declarado de “evitar a prática da especulação”, sob forte inspiração do *Barnard Act* inglês de 1734.¹⁸¹ Mas a proposta terminou rejeitada.

Todavia, em abril de 1792 o Estado de Nova York aprovou uma lei que restringiu grande parte das operações então observadas. A lei proibiu a venda de qualquer título em local público (restringindo-a a locais com controle de acesso), o que, até a época,

¹⁸⁰ BANNER, Stuart. *Anglo-american Securities Regulation*, p.140.

¹⁸¹ BANNER, op. cit., p.171.

aconteciam livremente nas ruas. Outra medida imposta pela lei foi a impossibilidade de se executarem, em juízo, contratos de compra e venda de valores mobiliários para liquidação futura, nos casos em que o vendedor não fosse proprietário dos títulos no momento da contratação – o que modernamente tem sido denominado “venda a descoberto”.¹⁸²

Em princípio, a lei teria como resultado uma sensível redução no número de negócios.¹⁸³ Mas não foi o que se observou, uma vez que não havia vedação a que as divergências relativas a um contrato de compra e venda de *securities* fossem submetidas a algum mecanismo privado de solução de disputas. Nessa medida, em reação à iniciativa do Legislativo, vinte e quatro participantes do mercado assinaram o que passou a ser denominado *Buttonwood Agreement*, em 17 de maio de 1792, por meio do qual (i) comprometiam-se a dar preferência para seus signatários na realização de operações; e (ii) acordavam em fixar a taxa de corretagem em 0,25%. Em termos práticos, os participantes do acordo objetivavam realizar negócios entre si que não poderiam ser oferecidos ao público em geral.¹⁸⁴ As reuniões dos participantes do acordo passaram a ocorrer na *Tontine Coffee House*.

O *Buttonwood Agreement* é de fundamental importância para o estudo das origens da NYSE. É importante se destacar que a restrição legislativa de 1792 não foi o único fator que influenciou sua criação. Ao atuar livremente em locais públicos, *e.g.*, nas próprias ruas da cidade, os intermediários do mercado e demais participantes não poderiam ter certeza da identidade e da confiabilidade das pessoas com quem fechavam negócios. Ademais, em face da restrição legal que inviabilizaria a atividade de corretagem, os próprios participantes decidiram estabelecer um primeiro conjunto de regras para organizar a negociação dos valores mobiliários, de forma que os corretores poderiam se conhecer e estabelecer um regime de confiança mútua quanto à liquidação dos negócios realizados. Nesse esforço organizativo, lançaram as bases para a constituição de um sistema de negociação estruturado, centralizado e com regras estabelecidas pelos próprios participantes.

¹⁸² BANNER, Stuart. *Anglo-american Securities Regulation*, p.173.

¹⁸³ A despeito de ser mais recorrente na literatura especializada, a inovação legislativa de 1792 não foi a única a restringir a negociação de ações e títulos de dívida. Há outros exemplos: em 1837, o próprio Estado de Nova York proibiu a venda de ações de bancos pelos subscritores em prazos inferiores a três meses após a integralização das ações, o mesmo ocorrendo com diversos estatutos sociais de companhias em outros estados; em outros locais como Massachusetts e Delaware, certas colocações de ações contavam com um limite máximo de participação por investidor, *e.g.*, 25% do total de ações vendidas; outros, como o Estado do Mississippi, proibiram a participação de bancos no mercado secundário de ações, em 1840.

¹⁸⁴ SYLLA, Richard. *Origins of the New York Stock Exchange*, p. 308.

Todavia, do ponto de vista formal o ponto de partida para a NYSE foi a constituição da *New York Stock and Exchange Board* em 1817, mais de duas décadas depois do *Buttonwood Agreement*, por vinte e quatro corretores, sendo quatro deles signatários do acordo de 1792. Richard Sylla identifica dois fatores principais para a uma organização formal dos corretores. Em primeiro lugar, o crescimento no número de membros seria interessante, na medida em que o mercado experimentara um forte crescimento no número de companhias e de volume negociado, em especial após a guerra de 1812. No entanto, a entrada indiscriminada de novos participantes aumentaria o risco de inadimplência, na ausência de regras mais precisas para a liquidação das operações e de um mecanismo eficaz que cuidasse do seu cumprimento.

Em segundo lugar, visto que a lei estadual de 1792 continuava em vigor, no caso das operações vedadas ao público em geral as disputas entre corretores não poderiam ser levadas aos tribunais. Tais fatores colaboravam para a necessidade de constituição de uma entidade auto-reguladora, que pudesse editar e cuidar da fiscalização do cumprimento das regras. Como benefício adicional, continuaria em vigor a fixação de taxas mínimas de corretagem, mantendo-se a tradição iniciada em 1792.¹⁸⁵

A admissão de um novo membro era condicionada ao pagamento de um determinado valor, além do cumprimento de outras exigências formais. Mas a contrapartida era considerável, pois o corretor teria acesso imediato e completo aos dados da negociação, a um número maior de corretores (os demais membros) e custos de transação mais baixos. Ao mesmo tempo, os riscos de prejuízos resultantes de eventuais inadimplementos seriam mitigados. Ademais, a própria bolsa funcionaria como árbitro no caso de disputas entre os corretores, resultantes de problemas observados na negociação. Considerados todos esses fatores, a bolsa constituiria um fator de atração para investidores, em face da imagem de confiabilidade e segurança do mercado por ela mantido.¹⁸⁶

Desde seu início, a *New York Stock and Exchange Board* contou com uma estrutura que duraria mais de um século, e influenciaria a constituição de bolsas não apenas

¹⁸⁵ SYLLA, Richard. *Origins of the New York Stock Exchange*, p. 309.

¹⁸⁶ A esse respeito, observa Banner: “Em meados do século [XIX], as regras editadas pelo *Stock and Exchange Board* eram certamente mais significativas para a comunidade dos negócios que qualquer regulamentação editada pelo Estado de Nova York ou qualquer outra esfera do governo”. (BANNER, Stuart. *Anglo-american securities regulation*, p.250).

nos Estados Unidos, mas em todo o mundo. Candidatos a novos membros deveriam ser apresentados por membros antigos e contar com experiência mínima, e seus nomes seriam submetidos à aprovação dos demais, em votação secreta. Três votos desfavoráveis implicariam a rejeição do novo membro. A negociação ocorria em um grande salão e era dirigida pelo presidente da bolsa, eleito pelos demais membros, que controlava as apregoações realizadas, os negócios fechados, cuidava da divulgação das cotações e fiscalizava o cumprimento das regras.

A doutrina destaca que os membros da bolsa poderiam auferir cinco tipos de benefícios, nem todos facilmente perceptíveis à luz dos paradigmas atuais, em razão de certas peculiaridades do mercado de capitais no século XIX.¹⁸⁷ Em primeiro lugar, o acesso regular à negociação direta com os demais membros propiciava vantagens, o que trazia conseqüências, em geral traduzidas em menores custos de transação (por exemplo, com a maior rapidez na execução das operações, já que a negociação era centralizada). Adicionalmente, a corretora que era membro contava com alguma credibilidade junto a seus pares, em grande parte por conta das exigências para ingresso na bolsa.

Uma terceira vantagem era percebida pelos corretores na atividade de atração de novos clientes, que, na escolha entre corretores com acesso direto à bolsa e outros sem o mesmo acesso, freqüentemente optavam pelos primeiros, não apenas por conta do quesito segurança e confiabilidade, mas também devido a um certo prestígio social de que desfrutavam os membros da bolsa. Uma quarta vantagem para a época consistia no acesso imediato aos preços que eram praticados nos pregões da bolsa, em comparação a um outro corretor ou investidor que não possuía a mesma informação, no mesmo instante, o que, pelo menos potencialmente, facilitava a realização de operações que beneficiassem sua própria carteira ou a de seus clientes, em razão da assimetria informacional existente.¹⁸⁸

Finalmente, a bolsa ainda supervisionava a negociação e o cumprimento das regras, bem como mantinha um mecanismo de solução de disputas entre os próprios membros, que, conforme visto, nem sempre poderiam recorrer à interferência estatal, pelo menos até

¹⁸⁷ BANNER, Stuart. *Anglo-american securities regulation*, p.258 e ss.

¹⁸⁸ Nesse ponto, não se pode desconsiderar a possibilidade de que muitos membros da bolsa também operassem fora dela, em especial fora dos horários de negociação no pregão, o que os colocava em uma posição de vantagem em relação aos demais, uma vez que conheciam os preços praticados ao longo das sessões de negociação, o que não ocorria com os não-membros.

1858 (quando a lei de 1792 foi reformada).¹⁸⁹ Essa estrutura regulatória permitia aos membros a captura de duas formas de riqueza. Em primeiro lugar, ao estabelecer regras de controle da disseminação de dados sobre a negociação, a bolsa permitia que os membros passassem a usufruir uma vantagem comparativa em relação aos corretores não-membros. Adicionalmente, a possibilidade de que a bolsa pudesse atuar como garantidora do cumprimento dos contratos entre os membros constituía um incentivo ao crescimento no número de negócios, em face da redução do risco percebido pelos participantes, que ainda implicava uma atração de novos investidores e companhias, em face da grande liquidez.

Podem ser ainda destacados três aspectos adicionais em matéria de exercício de funções de regulação pela NYSE. Em primeiro lugar, a bolsa submetia a um escrutínio mínimo as ações que eram admitidas à negociação, de forma a evitar que as ações de companhias inexistentes ou flagrantemente inaptas para captar recursos do público pudessem ser negociadas. O segundo aspecto a ser considerado diz respeito à organização de um cartel, no tocante à cobrança das taxas de corretagem – fixadas, conforme comentado, desde o *Buttonwood Agreement* de 1792 em 0,25% do valor da operação (cobrados sobre o valor de face), o que a bolsa fiscalizava, para evitar uma “concorrência predatória” entre os membros.¹⁹⁰ E o terceiro aspecto a ser considerado diz respeito ao papel institucional exercido pela bolsa, enquanto defensora dos interesses dos corretores, em especial junto ao Poder Legislativo do Estado de Nova York.

Com a criação da *New York Stock and Exchange Board*, a reorganização observada em 1817 foi relativamente bem-sucedida. O número de ações listadas quadruplicou entre 1820 e 1835, sendo, em boa parte, de companhias estabelecidas fora do Estado de Nova York. Em meados da década de 1830, o volume de operações realizadas era crescente e atingia níveis nunca observados. Em 1840, contava com oitenta e oito membros, e o valor pago para se associar subira de vinte e cinco dólares para mais de quatrocentos dólares.

¹⁸⁹ Para uma análise do papel de *enforcement* da NYSE, vide DOHERTY et al., *The enforcement role of the New York Stock Exchange*, p. 637 e ss.

¹⁹⁰ A fixação de patamares mínimos de corretagem era incessantemente defendida pela Administração da NYSE, que, em 1894, declarou publicamente que “[...] a regra de cobrança de comissões é o princípio fundamental da Bolsa, e sua observância estrita garante a saúde financeira dos seus membros e a existência da própria instituição”. Em contraposição, a *Consolidated Stock Exchange* fixou a corretagem em 0,0625% (citado por MICHIE, Ranald. *The London and New York Stock Exchanges*, p. 177).

Não obstante seu relativo sucesso, diversas bolsas regionais também foram constituídas nos EUA, ao longo do século XIX. Em certa medida, a precariedade dos meios de comunicação e de transporte entre as cidades facilitava a criação de verdadeiros monopólios regionais. Os corretores locais ainda davam preferência para a negociação dos papéis das companhias instaladas em locais próximos, o que facilitava o acesso direto e mais rápido a informações sobre os emissores. Segundo Davis e Neal, cerca de 250 bolsas regionais funcionaram nos Estados Unidos ao longo do século XIX, a grande maioria com pequena ou nenhum relevância em termos nacionais.¹⁹¹

Em face da limitação geográfica, a NYSE foi uma das primeiras a implementar o uso do telégrafo enquanto meio de comunicação e disseminação de informações, bem como foi a pioneira em implementar a figura do código de negociação (*ticker*), para disseminar os dados com mais agilidade e atrair um maior número de participantes, absorvendo os negócios realizados nas bolsas regionais.¹⁹²

Com o crescimento, em 1863 a bolsa passou a ser denominada *The New York Stock Exchange*. Em 1869, foi feita uma fusão com duas outras bolsas da mesma cidade, a *Open Board* e a *Gold Board*, que agregaram mais 527 membros aos 533 membros então existentes. Dois anos depois a negociação de ações mediante realização de leilões foi abandonada, em favor da livre apresentação de ofertas em negociação contínua. Na década de 1890, duas grandes inovações merecem registro. Depois de duas tentativas fracassadas, em 1892 foi implantada uma câmara de compensação e liquidação de operações (*clearing*). Em 1895 (inicialmente como recomendação, mas a partir de 1900 tornou-se obrigatório), a bolsa passou a exigir que as companhias entregassem relatórios anuais, inclusive balanços patrimoniais e demonstrações de resultados, o que passou a constituir também um requisito para as companhias que desejassem “listar” suas ações.¹⁹³

A consolidação da NYSE enquanto bolsa predominante dos EUA continuou ao longo das primeiras décadas do Século XX. Em 1910, um título patrimonial era negociado por mais de US\$ 79 mil dólares, mesmo com o aumento no número de membros para 1.100, em

¹⁹¹ DAVIS, Lance; NEAL, Larry. *The changing role of regional exchanges*, p. 20.

¹⁹² ANGEL, James. *Consolidation in the Global Equity Market*, p. 10.

¹⁹³ DAVIS; NEAL, op. cit., p. 22-23.

1879. No mesmo ano, sua participação no volume total de operações das seis maiores bolsas dos Estados Unidos, medida pelo valor dos negócios realizados, era próxima de 90%.¹⁹⁴

A evolução da posição da liderança da NYSE até a década de 1930 também se deve a medidas adotadas pela própria instituição para minar a concorrência oferecida por outras bolsas e outros mercados. A maior ameaça em termos de competição foi a já referida *Consolidated Stock Exchange*, que atuou até 1926. Com o objetivo de combatê-la, a Bolsa de Nova York chegou a proibir que seus membros também se associassem à *Consolidated*, bem como impediu a existência de comunicação direta entre os dois pregões (e.g., por telefone), o que forçava sua concorrente a praticar *spreads* maiores para a maior parte das ações listadas em ambas.¹⁹⁵

Segundo Michie, parte da competição era também representada pelo chamado *curb market*, formado por corretores que formavam grupos sem uma organização central ou um corpo de regras formalmente estabelecido.¹⁹⁶ Por sua vez, Davis e Neal sustentam que o *curb market* e a NYSE eram, em certa medida, mercados complementares: no primeiro eram negociadas ações de companhias ainda não consideradas aptas para atender às exigências da bolsa. Nessa medida, constituía um mercado de mais alto risco, tanto em termos da formação de preços quanto no tocante à confiabilidade do emissor. Sem surpresa, entre oitenta e noventa por cento das operações no *curb market* eram realizadas por membros da NYSE.¹⁹⁷

Mas mudanças de maior vulto no funcionamento da Bolsa de Valores de Nova York seriam observadas no período posterior à crise de 1929, com a edição do moderno arcabouço regulatório norte-americano e a criação de uma agência reguladora, a *Securities and Exchange Commission* (SEC). A partir de 1933, no âmbito federal foram editadas cinco leis mais diretamente relacionadas à atividade bursátil, com destaque para o *Securities Exchange Act* de 1934.¹⁹⁸

¹⁹⁴ DAVIS, Lance; NEAL, Larry. *The changing role of regional exchanges*, p. 26-28.

¹⁹⁵ Para uma análise empírica dos preços praticados nas duas bolsas, e dos benefícios advindos da concorrência oferecida pela *Consolidated Stock Exchange*, vide BROWN Jr., William *et al.* *Competing with the NYSE*, p. 10 e ss. Após avaliação dos preços praticados nos dois mercados ao longo de quarenta anos, concluíram os autores que “[Há] fortes indícios de que a competição entre a NYSE e a *Consolidated* reduziu os *spreads* praticados na primeira. Os *spreads* se reduziram com a intensificação da competição e aumentaram quando a *Consolidated* deixou de atuar”. (BROWN Jr., William *et al.* *Competing with the NYSE*, p. 22).

¹⁹⁶ MICHIE, Ranald. *The London and New York Stock Exchanges*, p. 175-176.

¹⁹⁷ DAVIS, Lance e NEAL, Larry. *Micro rules and macro outcomes*, p. 44.

¹⁹⁸ Dentre outras medidas, o *Securities Act* ou *Securities Exchange Act* de 1934 estabeleceu diversas regras relativas às atividades das entidades auto-reguladoras (dentre as quais estão incluídas as bolsas de valores) e dos

A iniciativa federal de editar regras que disciplinassem o funcionamento do mercado foi inegavelmente influenciada pelas fortes repercussões econômicas, sociais e políticas da crise de 1929. No período de 1929 a 1933, o desemprego cresceu de 3,2% para 24,9% da força de trabalho; o Produto Nacional Bruto declinou 46%, enquanto, apenas nos dias 28 e 29 de outubro de 1929, o valor médio das ações caiu 25%. Em novembro de 1929, o valor das ações correspondia à metade do observado no mês de agosto¹⁹⁹.

A crise foi sucedida pelo início de uma investigação no Congresso americano, em um dos comitês do Senado, com o objetivo de apurar as causas da desvalorização dos preços dos valores mobiliários ao longo da crise, bem como apresentar propostas legislativas que pudessem evitar um novo *crash*. O comitê afirmou ter encontrado indícios de manipulação de preços de ações e títulos de dívida, uso de informação privilegiada, práticas fraudulentas perpetradas por administradores de companhias, omissão de informações relevantes ao público e outros abusos. Os indícios colhidos pelo comitê foram extremamente desfavoráveis para a NYSE e formaram um contexto político propício para uma grande reforma, em especial por conta da grande repercussão junto ao público das investigações no Congresso.²⁰⁰

Ainda que sejam considerados por estudiosos do período como “improdutivos”, os trabalhos no Senado foram decisivos para a aprovação da legislação que se seguiu à crise de 1929. Colaborou para uma postura de maior controle das atividades das bolsas a prisão do então Presidente da NYSE, por prática de fraude.²⁰¹

intermediários do mercado. Outras leis editadas a partir da década de 1930 são o *Securities Act* (1933), que, dentre outras obrigações aplicáveis às companhias e aos demais participantes do mercado, estabeleceu a necessidade de registro de emissões públicas e a obrigatoriedade de elaboração de prospectos; o *Public Utility Holding Act* (1935), que regulamentou a organização e o funcionamento de companhias concessionárias de serviços públicos, como de distribuição de eletricidade e gás; o *Trust Indenture Act* (1939), aplicável às emissões privadas de títulos de dívida com valor superior a US\$ 1.000.000,00, em especial quanto ao papel do *trustee* na defesa dos interesses dos credores; o *Investment Company Act* (1940), que regulamentou a constituição e funcionamento dos fundos de investimento, e, no mesmo ano, o *Investment Advisor Act*, que regulamentou as atividades de consultores e analistas de investimento. Para uma completa análise da regulamentação americana a respeito, vide JENNINGS, Richard *et al.* *Securities Regulation*, p. 101 e ss.

¹⁹⁹ MELLO, Pedro Carvalho de; SPOLADOR, Humberto F. S. *Crises financeiras*, p. 107-109.

²⁰⁰ KARMEL, Roberta. *Regulation by prosecution*, p. 39.

²⁰¹ GALBRAITH, John Kenneth. *1929, o colapso da bolsa*, p. 144-145. Em análise do tema, Roberta Karmel avalia que as leis editadas ao longo dos anos 30 e 40 foram resultado da tensão entre duas correntes: de um lado, parte da classe política identificava na comunidade empresarial os culpados pela Grande Depressão. De outro, a Administração do presidente Roosevelt procurava editar mudanças que não inviabilizassem o mercado de capitais por completo, pois ainda enxergava a necessidade de promover sua expansão enquanto ferramenta de desenvolvimento econômico. (KARMEL, op. cit., p. 39).

A discussão em torno do projeto de lei que resultou no *Securities Exchange Act* de 1934 foi intensa e contou com forte oposição das bolsas. O resultado final incluiu diversas referências vagas no texto da lei e delegou à própria SEC o poder de editar regras mais específicas, de acordo com o “interesse público ou para a proteção dos investidores”.²⁰²

De qualquer forma, houve grande impacto para as atividades das bolsas, em especial para a NYSE. A lei passou a exigir registro junto à SEC das bolsas de valores que pretendessem atuar no mercado. Ao mesmo tempo, as normas editadas pelas bolsas dependeriam de prévia aprovação do órgão regulador. Adicionalmente, em complemento a medidas contidas no *Securities Act* de 1933, as companhias passariam a apresentar informações periódicas às bolsas nas quais valores mobiliários eram admitidos à negociação.

A atividade da maior parte das corretoras também dependeria de autorização governamental, e a SEC teria ainda poderes para impedir a atuação de instituições que não atendessem às exigências. O *Securities Exchange Act* de 1934 ainda estabelecia diversas regras quanto à atuação dos especialistas²⁰³ (*specialists*), operações de conta-margem e o uso pelos corretores de valores mobiliários de clientes mantidos em custódia. Foi ainda tipificada a prática de manipulação de preços e estabelecido o dever de auto-regulação para diversas entidades, incluindo a NYSE.

Nos termos da nova legislação, a NYSE passaria a ter a obrigação de editar normas que disciplinassem a conduta dos seus membros na negociação de valores mobiliários. Estaria ainda obrigada a regular e supervisionar o mercado para garantir sua integridade e a proteção aos investidores que dele participassem. Adicionalmente, em matéria de governança, a NYSE estaria obrigada a assegurar uma participação equitativa dos diversos membros na composição do conselho de administração, que também deveriam contar com representantes dos emissores e dos investidores.²⁰⁴

²⁰² SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street*, p. 99.

²⁰³ Um especialista é um membro da bolsa voltado para a negociação de uma única ação, com a obrigação de apresentar ofertas de compra e venda, na ausência de ofertas de responsabilidade de outros participantes, a fim de manter a continuidade da negociação. Nas ofertas apresentadas, o especialista não pode ser um acelerador de tendências, ou seja, não pode apresentar ofertas abaixo do menor preço ou acima do maior preço praticado. Para uma descrição da estrutura de funcionamento do mercado secundário nos EUA, vide HASBROUCK, Joel *et al.* *New York Stock Exchange Systems and Trading Procedures*, p. 3 e ss.

²⁰⁴ LEE, Ruben. *What is an Exchange?*, p. 119.

3.2.3. A Bolsa de Valores de Londres

Ao contrário do observado em outros países, na Inglaterra a organização da primeira bolsa de valores deve-se exclusivamente à iniciativa privada, sem qualquer participação do Poder Público. Os primeiros indícios de organização da Bolsa de Valores de Londres remontam a 1762, quando cento e cinquenta corretores de ações alugaram para seu uso exclusivo a *Jonathan's Coffee House*. Até então os corretores de ações encontravam-se informalmente nas ruas próximas, normalmente em cafés das ruas Lombard e Cornhill. Mas a motivação para a melhor estruturação dos negócios com ações não se limitava à questão de um espaço físico para a realização das operações de compra e venda.

As fraudes e o inadimplemento (mesmo que não intencional) de corretores ou de seus clientes eram considerados um grande risco. Segundo relata Edward Stringham, a primeira solução utilizada foi o banimento dos corretores inadimplentes dos cafés, quando passavam a receber a alcunha de *lame ducks* e eram impedidos de atuar nos estabelecimentos que concentravam os corretores.²⁰⁵ Adicionalmente, os nomes dos inadimplentes eram inscritos em quadros em locais de grande circulação, para que os demais corretores pudessem se manter informados e evitar a realização de operações com tais pessoas.

Uma das intenções dos corretores que formaram o clube da *Jonathan's Coffee House* era a de impedir a entrada de corretores desconhecidos, admitindo-se assim apenas os profissionais com maior reputação, e, nessa medida, mitigando-se o risco de prejuízos com fraudes ou inadimplemento. Como originalmente concebida, a iniciativa foi prejudicada por uma decisão judicial no sentido de que a organização formada não teria o poder de recusar o acesso de terceiros.²⁰⁶

Em face da interferência governamental e da própria evolução dos negócios, os corretores adquiriram um edifício próprio em 1773. A explícita vedação à entrada foi substituída por uma cobrança de um valor diário pela entrada no edifício, mas os problemas

²⁰⁵ STRINGHAM, Edward. *The emergence of the London Stock Exchange as a self-policing club*, p. 5 e ss.

²⁰⁶ Essa decisão teve grande influência na forma de organização da Bolsa de Valores de Londres. Ao contrário do observado em outras situações, como em Nova York, em Londres os corretores não adotaram a estratégia de restringir o acesso de pessoas à bolsa, seja por estabelecer um número máximo de membros para a bolsa, seja por meio de deliberados aumentos no preço cobrado dos ingressantes. Segundo registram Davis e Neal, “[...]qualquer pessoa poderia se tornar membro [...], bastando-lhe pagar a taxa anual”. (NEAL, Larry; DAVIS, Lance. *The evolution of the rules of the first emerging markets*, p. 299).

com corretores não confiáveis continuavam, pois os valores cobrados eram baixos e não afugentavam profissionais menos qualificados.²⁰⁷

A evolução dos negócios motivou a aquisição de um edifício próprio para a instalação da bolsa. Assim, em 1801 foi constituída uma *joint-stock corporation* que realizou uma emissão de ações. Os recursos obtidos na subscrição dos papéis – que poderiam ser adquiridos por qualquer interessado – foram utilizados para a aquisição do edifício.

Os participantes da Bolsa de Valores de Londres eram relativamente diversificados e possuíam direitos diferenciados. Havia os acionistas da companhia proprietária do edifício em que eram realizadas as operações (*proprietors*) e aqueles que possuíam direitos de acesso ao recinto de negociação (*members*), que, pelo menos até 1867, não eram necessariamente as mesmas pessoas. Esta última categoria se subdividia em corretores (*brokers*) e *jobbers*, e estes últimos realizavam operações exclusivamente em seu próprio nome, de forma a prover liquidez para o mercado, já os primeiros negociavam sempre para clientes e eram remunerados por comissões – diferenciação que perdurou até 1986.^{208,209}

Os *proprietors* eram remunerados pela anuidade cobrada dos *members*. Nesse sentido, havia um incentivo para que o número de membros crescesse, o que significaria uma maior remuneração para os acionistas da bolsa. Em face deste objetivo, os custos de admissão para a bolsa eram mantidos em patamares razoáveis, o que, de um lado, atraía um número maior de novos membros, e, de outro, dificultava a abertura de bolsas concorrentes, uma vez que os custos de admissão eram baixos.

Com efeito, a expansão no número de *members* foi limitada apenas por conta da superlotação do pregão. Seu número evoluiu dos cento e cinquenta corretores originais de 1762 para dois mil em 1878 e mais de cinco mil em 1905. De forma a promover um alinhamento dos interesses dos dois grupos, em 1867 passou-se a exigir que cada membro

²⁰⁷ STRINGHAM, Edward. *The emergence of the London Stock Exchange as a self-policing club*, p. 8.

²⁰⁸ O termo *stockjobber* era muitas vezes usado em tom pejorativo, desde o século XVII, para designar uma pessoa que realizava operações de forma especulativa e muitas vezes fraudulenta. Todavia, na estrutura interna da *London Stock Exchange* o *jobber* exercia um importante papel no fomento à liquidez do mercado, sendo remunerado basicamente pela diferença de preços entre as compras e as vendas de ações que realizava. Com a grande desregulamentação do mercado promovida na década de 1980, deixou de haver uma diferenciação entre seu papel e o do corretor (*broker*). Para uma análise aprofundada do assunto, vide ATTARD, Bernard. *Making a market*, p. 5 e ss.

²⁰⁹ NEAL, Larry; DAVIS, Lance. *The evolution of the rules of the first emerging markets*, p. 300.

possuísse pelo menos uma ação da bolsa, mas a integração total entre os dois grupos não ocorreu antes da Primeira Guerra Mundial.²¹⁰

Essa diferenciação de interesses entre acionistas e membros trouxe algumas conseqüências para o crescimento da Bolsa de Valores de Londres. Ranald Michie relata que, ao contrário do observado em Nova York, a adoção de modernas tecnologias no século XIX, como o telefone, foi retardada por solicitação dos *proprietors*, pois propiciaria rápido acesso às informações das cotações para não-membros, o que reduziria a demanda por acesso direto e conseqüentemente a arrecadação de anuidades.²¹¹

Em 1812, as primeiras regras relativas ao funcionamento da bolsa foram editadas. No tocante à uniformização da cobrança da corretagem, observada em algumas bolsas desde a sua fundação, apenas em 1912 a *London Stock Exchange* estabeleceu patamares mínimos. Até então a cobrança era livre, em regime de competição entre os corretores. Dentre os fatores que justificariam essa imposição tardia se encontram o grande número de membros e a existência de duas categorias de membros – *brokers* e *jobbers*, que em certas situações apresentavam interesses conflitantes.²¹²

Outra importante característica consistia na ampla gama de valores mobiliários e outros valores admitidos à negociação, mesmo com grande parte dos emissores situados fora da Inglaterra. Nesse particular, até o início do século XX a Bolsa de Valores de Londres era pouco seletiva no processo de admissão à negociação de títulos, havendo apenas alguma discriminação de acordo com o porte do emissor, mas, ainda assim, com exigências muito inferiores às observadas em Nova York.²¹³

3.2.3. A Bolsa de Valores de Paris

Em contraposição às iniciativas dos corretores de Londres e de Nova York, que resultaram na criação das respectivas bolsas de valores, na França a criação da Bolsa de Valores de Paris resultou de um decreto governamental de 1724. Também por decisão da

²¹⁰ DAVIS, Lance; NEAL, Larry; WHITE, Eugene. *Membership, rules and the long run performance of Stock Exchanges*, p. 7.

²¹¹ MICHIE, Ranald. *The London and New York Stock Exchanges*, p. 174.

²¹² DAVIS, Lance; NEAL, Larry. *Micro rules and macro outcomes*, p. 41.

²¹³ MICHIE, op. cit., p. 184-185.

coroa francesa, todas as operações deveriam ocorrer por meio dos *agents de change*, em número fixo, que possuíam o monopólio das operações com títulos.

Os *agents de change* atuavam exclusivamente como corretores e eram impedidos de realizar operações em nome próprio. A comissão percebida pelos *agents de change* era fixa e correspondente ao percentual de 0,25% aplicado sobre o valor da operação.

A estrutura de funcionamento da Bolsa de Valores de Paris diferia radicalmente de outras observadas nos Estados Unidos e na Inglaterra. As operações realizadas pelos corretores deveriam restringir-se àquelas comandadas por seus clientes, sendo-lhes vedada a realização de operações de compra e venda com fins meramente especulativos. Na execução dos negócios, aos *agents de change* também era vedada a realização de diversos negócios para diversos clientes diferentes: todas as ordens recebidas dos clientes deveriam ser agrupadas, de forma que uma única operação de compra e venda atenderia às necessidades de todos os clientes que desejassem operar com a ação negociada pelo corretor.

Os *agents de change* eram considerados funcionários da coroa e se agregavam na *Compagnie des agents de change*, presidida por um síndico eleito pelos próprios participantes e que estabelecia as regras de negociação no mercado. Os *agents* deveriam ter pelo menos vinte e cinco anos de idade, ser franceses, católicos e ter boa reputação, com pelo menos cinco anos de experiência no comércio.²¹⁴

Mas o monopólio sobreviveu apenas até a Revolução Francesa. Em 1791 a companhia foi liquidada e o governo revolucionário franqueou a atividade de corretagem a qualquer interessado, mediante pagamento (a *patente*). A liberalização atraiu grande número de interessados: o número de corretores saltou de 57 em 1791 para 132 no ano seguinte.²¹⁵

Todavia, novas reformas foram promovidas por Napoleão Bonaparte a partir de 1801, que culminaram com a edição do Código Napoleônico de 1807. Em parte, a nova reforma representou um retorno à situação pré-revolucionária. A *Compagnie des agents de change* foi recriada e os *agents de change* voltaram a ser indicados pelo Ministério do Interior, desta vez limitados a um número máximo de oitenta. Foi novamente fixada a taxa de corretagem e mantida a proibição de realização de operações em nome próprio.

²¹⁴ DAVIS, Lance; NEAL, Larry; WHITE, Eugene. *Membership, rules and the long run performance of Stock Exchanges*, p. 15-20.

²¹⁵ DAVIS; NEAL; WHITE, op. cit., p. 15.

Outra mudança de relevo seria observada apenas em 1816, quando os corretores receberam autorização para vender seus direitos de acesso à bolsa, o que permitiria a entrada de novos interessados, mas limitados a um número máximo de sessenta. Ou seja, em termos práticos não ocupariam mais cargos vitalícios. A partir dessa data, a *Compagnie des agents de change* passou a desempenhar um papel mais próximo ao de uma entidade auto-reguladora: o síndico passou a ser eleito em assembléia, que também indicava os seis corretores que participariam da *chambre syndicale*, que teriam um papel auxiliar da administração, mas com poderes de supervisão e edição de normas.²¹⁶ A reforma foi acompanhada pelo início da presença de companhias privadas, na esteira do crescimento econômico observado na França ao longo do século XIX.

As regras francesas eram extremamente restritivas: até 1823 títulos de dívida de outros países não poderiam ser negociados; o mesmo ocorria com ações de companhias estrangeiras, que receberam autorização apenas em 1859, o que motivou o surgimento do *coulisse*, um mercado paralelo de valores mobiliários e outros ativos não admitidos à negociação na Bolsa de Valores de Paris.

O crescimento do número de emissões sobrecarregou o trabalho dos corretores oficiais, que se viam impossibilitados de atender à demanda por novas operações. Medidas, como a autorização do uso de assistentes pelos *agents de change* e elevação do número máximo de corretores com acesso ao *parquet* da bolsa, foram adotadas, mas não conseguiriam reduzir a participação do *coulisse*. Entre 1893 e 1897 o mercado livre apresentara um volume superior a 150% daquele observado no mercado oficial.

De qualquer forma, a restrição à entrada de novos corretores oficiais propiciou aos *agents de change* ganhos significativos e estes últimos lutaram para manter o monopólio das operações na bolsa, mesmo em face do forte crescimento no número de emissões e do desenvolvimento do mercado não oficial.²¹⁷

²¹⁶ A despeito de algumas semelhanças, havia uma diferença substancial entre a *Compagnie des agents de change* e suas correspondentes entidades auto-reguladoras americana e inglesa: ao contrário do que ocorria nessas duas bolsas, onde as divergências entre os membros eram resolvidas no próprio âmbito da bolsa, no caso francês essas mesmas disputas eram remetidas ao tribunal do comércio.

²¹⁷ DAVIS, Lance; NEAL, Larry; WHITE, Eugene. *Membership, rules and the long run performance of Stock Exchanges*, p. 19-20. A respeito da estrutura da Bolsa de Valores de Paris no fim do século XIX, observaram os autores: “Os custos impostos ao mercado de capitais francês pela estrutura de mercado adotada foram de certa forma eclipsados pelo rápido crescimento do mercado. No final do século XIX, a França era, após a Inglaterra, a segunda maior exportadora de capital. Esta situação não poderia ter sido atingida se as práticas restritivas

Segundo Neal, as conseqüências para a Bolsa de Paris foram custos mais altos, um papel menos relevante da bolsa enquanto fonte de capital para novos empreendimentos e fortes impactos em decisões políticas sobre os preços, muitas vezes sobrepondo-se aos fundamentos econômicos que deveriam nortear sua livre formação.²¹⁸ Não obstante, o modelo francês de organização serviu de referência para as bolsas brasileiras, conforme se verá nas próximas seções.²¹⁹

3.3. As bolsas no Brasil: aspectos históricos e sua evolução no regime jurídico brasileiro

Segundo Bulgarelli, as leis que regularam as bolsas de valores no Brasil podem ser divididas em quatro fases distintas, não necessariamente coincidentes com a evolução econômica do país ou com as crises que afetaram o regular funcionamento do mercado financeiro e de capitais. Os períodos seriam (i) o de implantação, até a promulgação do Decreto-lei 1.344, de 13 de junho de 1939; (ii) o período de consolidação, até a promulgação da Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965; (iii) o período de modernização, até a edição da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976; e, finalmente, (iv) o período de reorganização, posterior a esses dois últimos normativos.²²⁰

A fase anterior à promulgação da Lei n.º 4.728/65 é considerada pela doutrina como extremamente confusa, dada a profusão de normas nas esferas federal e estadual, a ausência de uma sistematização e a superposição de regras tributárias e meramente organizadoras da atividade dos corretores. Em função dessa complexidade normativa, Oscar Barreto Filho chegou a propor a edição de um “Código de Bolsas”, “[...] que regule, de modo

constituíssem um fator de enfraquecimento do mercado. Seu funcionamento e estrutura legal foram suficientemente flexíveis para permitir uma transferência da atividade do *parquet* para a *coulisse*, acomodando desta forma a expansão. Mas os custos de transação foram certamente maiores e o sistema menos eficiente do que o desejável. No início do século XIX, Londres possuía algumas vantagens na corrida para se tornar o maior centro financeiro mundial, mas a estrutura de Paris colaborou para que esta ficasse relegada a uma posição secundária em relação a Londres, pelo restante do século”.

²¹⁸ DAVIS, Lance; NEAL, Larry; WHITE, Eugene. *Membership, rules and the long run performance of Stock Exchanges*, p. 23.

²¹⁹ Anota Oscar Barreto Filho: “Observa-se, em nossa legislação bolsista, a influência marcante das leis francesas, de tal modo que se pode dizer que as nossas bolsas tiveram o seu modelo na Bolsa de Paris” (BARRETO FILHO, O. *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*, p. 11)

²²⁰ Para o mesmo autor, as grandes crises a que esteve sujeito o mercado acionário local são o encilhamento, na última década do século XIX e a crise do mercado acionário do início da década de setenta do século XX (BULGARELLI, W. *Bolsa de valores*, p. 71-72).

sistemático, a complexa matéria bolsista [...] compreendendo a organização das Bolsas, a disciplina das atividades dos corretores e seus auxiliares e a regulamentação das operações de bolsa”.²²¹

De qualquer forma, no período colonial a matéria não recebeu grande atenção do legislador, uma vez que a atividade de intermediação na colônia era limitada e a produção normativa dependia da metrópole. A atividade de corretagem de valores mobiliários também era pouco relevante e a intermediação restringia-se à atuação dos comissários de mercadores metropolitanos, “[...] responsáveis pelo destino dos engenhos, equipando-os, fornecendo-lhes escravos, comprando-lhes açúcar e, principalmente, estabelecendo os contratos financeiros capazes de lhes conceder crédito para custeio das safras”.²²²

Mesmo o desenvolvimento da mineração, a mobilidade da população e a urbanização daí decorrentes não resultaram na maior intensificação das atividades dos corretores. Tal ofício encontrava-se a cargo dos próprios comerciantes, que exerciam uma ampla gama de atividades. Mas essas atividades foram fortemente afetadas pela atuação da coroa portuguesa: por meio de Alvará de 6 de dezembro de 1755, foi proibida a atividade de corretagem de mercadorias, na esteira da criação das grandes companhias de comércio pombalinas (e.g., Companhia do Pará e Maranhão, em 1755 e de Pernambuco e Paraíba, em 1759), que passaram a deter o monopólio do comércio.

A estrutura financeira do país só começou a se desenvolver a partir da organização do Estado nacional. Havia pouca diversificação de ativos financeiros: além da moeda e dos metais preciosos, apenas títulos de crédito como notas promissórias e letras de câmbio eram utilizados nas operações tipicamente financeiras e, preponderantemente, naquelas que envolviam o comércio exterior. Por sua vez, a atuação do Estado no âmbito financeiro estava freqüentemente ligada ao financiamento de suas contas, por meio de emissões do Banco do Brasil, títulos de dívida interna e empréstimos no exterior.

A respeito, a doutrina identifica que a primeira interferência direta do Estado brasileiro independente na atividade de corretagem ocorreu por meio da edição da Lei n.º 317, de 21 de outubro de 1843. Dentre outras matérias de natureza financeira e tributária, tal diploma instituiu o chamado “imposto do selo”, que passou a incidir sobre operações objeto de

²²¹ BARRETO FILHO, O. *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*, p. 12.

²²² LEVY, M. B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, p. 21.

intermediação.²²³ É de se supor que tal imposição de natureza tributária se justificaria a partir do momento em que tais operações passassem a ser economicamente relevantes – e, no caso, observa-se que o legislador da época se circunscreveu à órbita tributária, sem regulamentar a atividade dos corretores ou fazer qualquer referência à existência de uma bolsa. A mesma lei exigiu ainda uma carta patente para o exercício da profissão (art. 21 da mesma Lei), concedida pelo ministro da Fazenda, mediante pagamento anual ao Tesouro.

Com efeito, ainda com enfoque tributário, foi editado o Decreto 417, de 14 de junho de 1845 que, de forma ainda incipiente, instituiu o primeiro conjunto normativo aplicável aos corretores. De início, esse decreto apresentou uma definição do que se considerava “corretor”.²²⁴ Estes foram subdivididos em duas categorias distintas: corretores gerais (com atuação ampla) e corretores parciais (cuja autorização para atuar estava adstrita a certas mercadorias) e passaram a ser nomeados ou demitidos por autoridade governamental, mas sem a instituição de um monopólio para a classe profissional.²²⁵ Foi ainda autorizado que houvesse corretores em praças distintas, ou seja, não apenas na Corte, mas também nas províncias. O mesmo decreto cuidou de estabelecer uma qualificação básica para as pessoas naturais que pleiteassem a autorização, como idade mínima de vinte e cinco anos e prática no comércio.

A respeito deste decreto, não obstante o seu nítido interesse tributário, destaca Maria Bárbara Levy que a razão para que os corretores procurassem obter uma nomeação do Tribunal do Tesouro estava “[...] em garantir aos seus clientes a segurança jurídica e ética nas operações em que interviessem [...]”, como, por exemplo, os cadernos onde as transações eram lavradas podiam fazer prova em juízo, havia o compromisso de que a mercadoria a ser

²²³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 25. Segundo o art. 13 da Lei 317, “As letras de cambio e [...] notas promissórias, que foram passadas ou emitidas dentro do Império, sem que tenham pago o selo [...], não poderão ser protestados, nem atendidas em juízo”. Caberia ainda pena ao corretor que não observasse a obrigatoriedade: art. 13, §4º: “[...] se, porém, o negociador da letra [...] for corretor não só ficará sujeito ao dobro das multas, como na reincidência ficará inabilitado para servir como corretor”. Para outra referência à Lei 317 como a primeira referência legislativa ao “corretor”, vide ainda LEVY, M.B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, p. 267 e ss.

²²⁴ “Art. 1º. Os corretores são 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 descontos, seguros, contratos em grosso, fretamentos, empréstimos sobre penhores, ou de outro qualquer modo”.

²²⁵ “Art. 13. Pela existência dos corretores não ficam inibidos os comerciantes, e mesmo os que o não forem, de tratar de todos os seus negócios por si, seus agentes, e caixeiros, e bem assim por qualquer pessoa que nisso intervenha gratuitamente, ou por menos do que os ditos corretores.”

entregue seria idêntica à mostra, e ainda existia responsabilidade pessoal pela veracidade das assinaturas nas letras de câmbio.^{226,227}

Nessa medida, o que se observa nas primeiras normas a respeito da atividade dos corretores (particularmente dos corretores de fundos públicos) é o interesse preponderante do Estado na garantia de cobrança dos tributos incidentes nas transações por eles intermediadas. Mas a interferência estatal também buscou atingir outro objetivo: um maior controle do volume de negócios, em especial da negociação de títulos da dívida pública e moeda estrangeira. E esse outro interesse era ainda mais justificado à medida que o país ampliava as exportações de café e o Estado se tornava mais endividado, ao longo da segunda metade do século XIX.

3.3.1. As praças de comércio e a junta de corretores

Um novo regramento sobreveio em 1849, com a edição do Decreto 648, de 10 de novembro. Este novo diploma instituiu a chamada “Junta de Corretores”, composta de cinco membros, com no mínimo três corretores de fundos públicos. Os membros da Junta eram eleitos por seus pares, mas estavam subordinados ao Ministério da Fazenda (art. 52).

A Junta de Corretores passou a desempenhar um importante papel na intermediação, seja na esfera normativa, organizativa ou de fiscalização: competia-lhe supervisionar a atuação dos corretores, informar o juiz do comércio sobre a ocorrência de irregularidades, monitorar os participantes das operações, certificando-se de ausência de intermediários sem autorização legal, decidir contestações e encaminhar os nomes de candidatos a corretor para o Ministério da Fazenda. Além dessas funções, competia-lhe ainda processar as informações sobre as operações realizadas e remeter relatórios semanais ao Tesouro Nacional, *e.g.* sobre operações de câmbio e com fundos públicos.²²⁸

Ademais, o Decreto 648 extinguiu a antiga classificação dos corretores em gerais e parciais, assim o novo critério de separação dos corretores por atividades passou a depender de sua especialização profissional, em três campos distintos: (i) os corretores de

²²⁶ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, p. 71.

²²⁷ A respeito, vide arts. 6º e 7º do Decreto n.º 417, de 14 de junho de 1845.

²²⁸ Ary Oswaldo Mattos Filho considera a Junta de Corretores o embrião dos atuais Conselhos de Administração das Bolsas. (MATTOS FILHO. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 27).

fundos públicos; (ii) de navios; e (iii) de mercadorias. Em certa medida, o novo decreto também limitou a concorrência no exercício das atividades dos primeiros, pois seu número máximo não poderia ser superior a dez.²²⁹ O corretor passou a receber uma patente, outorgada pelo ministro da Fazenda (na Corte) ou pelo presidente do Estado, nas províncias, que seria cancelada na hipótese de falta de pagamento do tributo anualmente devido.²³⁰

O Decreto de 1849 também instituiu a vitaliciedade no cargo.²³¹ Com o novo regime, os corretores passaram a pertencer a uma categoria até então inexistente. Nas palavras de Mattos Filho, “[...] deixam de exercer profissão e passam a ocupar cargo, tendo uma posição no limbo que separa a atividade privada da atividade pública”.²³²

A despeito do tratamento ainda incipiente da atividade desempenhada pelos corretores, esses primeiros normativos editados no período imperial promoveram alterações significativas no exercício da atividade, graças à então completa ausência de normas mais específicas. Como comentado, apesar da motivação inicial ser a de atender a interesses arrecadatórios do Estado, organizou-se o exercício da atividade, em especial a dos corretores de fundos públicos, que passou a depender de concessão de patentes pelo Estado. Estes passaram ainda a se sujeitar a um órgão diretivo, a Junta dos Corretores, que exerceria, ainda que de forma incipiente, a auto-regulação da classe.

A literatura destaca a edição da legislação nesse período com base no interesse fiscal do Estado. E o controle sobre as atividades dos corretores atendia a interesses da política fiscal do Império. Impedia-se, assim, com a exigência da patente, a participação de um número irrestrito de pessoas na intermediação, o que facilitava o controle da cobrança do selo.²³³

²²⁹ A restrição ao número de corretores atendia a interesses estatais e dos próprios corretores. A respeito, observa Maria Bárbara Levy: “A concentração de direitos comerciais entre pequeno número de corretores especializados garantia a exclusividade em todo o trâmite da operação. À medida que os corretores mais ricos formavam uma corporação fechada, ficava mais evidente que vinculavam-se ao poder político da administração estatal, passando a agir por dentro dos mecanismos reguladores. Sendo os concorrentes menores excluídos de suas fileiras, a elite financeira assimilava-se aos órgãos de controle político”. (LEVY, M.B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, p. 75).

²³⁰ No novo regime os corretores estavam sujeitos ao recolhimento de dois tributos distintos, o “imposto do selo”, calculado de acordo com o valor das operações e um tributo anual, diferenciado conforme a categoria.

²³¹ “Art. 17. Os corretores serão vitalícios, poderão porém ser suspensos ou demitidos dos seus cargos: 1º Por sentença, nos casos em que as leis gerais impõem a suspensão, ou perda do emprego aos que cometeram os crimes nas mesmas referidos. 2º Nos casos expressos neste Regulamento.”

²³² MATTOS FILHO, A. O. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 26.

²³³ LEVY, op. cit., p. 70.

Todavia, no tocante à organização dos corretores em torno de uma pessoa jurídica associativa, não obstante a previsão da Junta de Corretores, tais decretos foram omissos. Há apenas uma referência ao local em que deveriam estar reunidos, a “Praça de Comércio”²³⁴, que também foi referida no Código Comercial de 1850, não apenas no sentido de local, mas também de reunião.²³⁵

A edição do Código Comercial de 1850 promoveu alterações no regime de funcionamento da Junta de Corretores. Diversas atribuições passaram para o Tribunal do Comércio, sendo as adaptações instituídas com a edição do Decreto 806, de 26 de julho de 1851. Este normativo abandona o viés tributário e diz respeito à própria atividade de intermediação, mas era aplicável exclusivamente à praça do Rio de Janeiro, dada a baixa relevância das demais localidades no contexto econômico da época. Os corretores passavam a ser nomeados pelos Tribunais do Comércio, com a extensão do número máximo para as demais categorias (oito para corretores de navios e dez para os de mercadorias). O Tribunal de Comércio passava a ter poderes para multar, suspender ou destituir os corretores, com recurso para o Conselho de Estado, sem prejuízo da atuação da Junta de Corretores que, no entanto, poderia denunciar seu membro diretamente àquele tribunal.

É inegável que o Decreto 806 de 1851 tolheu parte da autonomia até então usufruída pelos corretores e por sua Junta, em face da competência atribuída ao Tribunal do Comércio e, conseqüentemente, ao Ministério da Justiça. Mas a década de 1850 revelava-se promissora para os negócios: com a proibição do tráfico de escravos, houve um redirecionamento dos investimentos, com incrementos consideráveis na atividade dos corretores – por exemplo, em 1852, o volume de operações foi 460% superior ao observado em 1850 e continuou a crescer nos anos subseqüentes.²³⁶ O aquecimento do mercado forçou o aumento no número de corretores de fundos públicos, que passou para catorze, em 1855, e depois para vinte, em 1856.²³⁷

²³⁴ Art. 68 do Decreto 648: “Os corretores reunir-se-ão na mesma casa que serve agora de Praça de Comércio [...]”. A mesma expressão foi utilizada no art. 42 do Decreto 86, de 26 de julho de 1851, no art. 9º do Decreto 2.733, de 23 de janeiro de 1861 e no art. 1º do Decreto 6.132, de 4 de março de 1876.

²³⁵ Art. 32 do Código Comercial de 1850: “Praça do Comércio é não só o local, mas também a reunião dos comerciantes, capitães e mestres dos navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio. Este local e reunião estão sujeitos à polícia e inspeção das autoridades competentes”.

²³⁶ LEVY, M.B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, p. 81-82.

²³⁷ Respectivamente, Decreto 1.573, de 7 de março de 1855 e Decreto 1.798, de 7 de agosto de 1856.

Após uma crise econômica de grandes proporções, em 1857, com um surto inflacionário motivado por um alto volume de emissões do Banco do Brasil, outras normas de relevo foram editadas. Uma das mais importantes foi a Lei n.º 1.083, de 22 de agosto de 1859, que estabeleceu o monopólio dos corretores de fundos públicos na negociação com ações e títulos da dívida pública, mesmo para as operações com ações entre particulares, ocorridas nas sedes das companhias.²³⁸ O privilégio outorgado aos corretores satisfazia dois interesses distintos: de um lado, atendia ao objetivo de centralização e controle das operações pelo Estado, restringindo-as a um grupo limitado de intermediários submetidos a seu controle; de outro, atendia a interesses dos próprios corretores, que, pelo menos potencialmente, passariam a contar com um maior número de operações que dependeria de sua participação. Adicionalmente, em 1876, obrigou-se que as apregoações dos corretores de fundos públicos ocorressem em um local específico, na Praça do Comércio²³⁹, com acesso restrito aos expressamente habilitados para tanto.

A necessidade da participação de corretores nessas operações esteve sujeita a muitas críticas, em especial com a proliferação dos chamados “zangões” – pessoas destituídas de autorização legal que atuavam na intermediação de negócios, sem as mesmas obrigações dos corretores oficiais submetidos à disciplina da Junta de Corretores²⁴⁰. Tentou-se reduzir seu campo de atuação com a ampliação do número máximo de corretores na praça do Rio de Janeiro, em 1868.²⁴¹ Mas a exclusividade dos corretores oficiais permaneceu por um curto período: foi revogada com a Lei n.º 1.731, de 21 de setembro de 1869, que restabeleceu a disciplina do art. 45 do Código Comercial²⁴², sob fortes críticas da classe dos corretores

²³⁸ “Art. 2º, §24. As transações e transferências de ações de companhias e sociedades anônimas, e dos títulos da dívida pública, e de quaisquer outros que admitam cotação, só poderão ter lugar por intermédio dos respectivos corretores sob pena de nulidade, além das que forem aplicáveis a tais atos, em virtude dos respectivos regulamentos, salvo as disposições dos tratados em vigor”. A obrigatoriedade foi ainda reforçada pelo Decreto 2.733, de 23 de janeiro de 1861 que determinou em seu art. 1º que “as transações sobre ações [...] fundos públicos [...] câmbio [e] empréstimos comerciais [...] só terão lugar por intermédio de Corretores de fundos públicos competentemente nomeados, sob pena de nulidade [...]”.

²³⁹ Decreto 6.132, de 4 de março de 1873: “Art. 1º. Nos edifícios destinados para praças de comércio, haverá um lugar especial, separado e elevado, onde, à vista do público, se reunirão os Corretores de fundos quando tiverem de propor e effectuar transações sobre: I – fundos publicos, nacionaes ou estrangeiros; II – letras de cambio; III – empréstimos commercaes; VI – acções de companhias autorizadas e admitidas pelo Estado.”

²⁴⁰ A expressão “zangões” é utilizada ainda nos dias de hoje para denominar as pessoas que praticam a intermediação irregular de valores mobiliários.

²⁴¹ Decreto 4.218, de 4 de julho de 1868.

²⁴² “Art. 45. O corretor pode intervir em todas as convenções, transações e operações mercantis; sendo todavia entendido que é permitido a todos os comerciantes, e mesmo aos que não o forem, tratar imediatamente por si,

legalmente autorizados, em especial quanto à inoperância do aparelho estatal na repressão à intermediação irregular.²⁴³

O combate à atuação dos “zangões” levou ainda a Junta de Corretores a propor, em 1874, a institucionalização do pregão – em local apartado, dentro da Praça do Comércio, onde se realizariam todas as operações de fundos públicos, com apontamento dos preços e operações à vista de todos, mas aberto à entrada e participação apenas dos corretores autorizados. O legislador acolheu a idéia e em 4 de março de 1876 foi editada a Lei n.º 6.132, que regulamentou pela primeira vez o funcionamento do pregão, na forma sugerida pela Junta de Corretores.

A criação do pregão foi uma grande conquista dos corretores autorizados, pois reforçou sua distinção em relação a intermediários não autorizados. As operações fora do pregão eram absolutamente vedadas e sujeitavam os corretores a multas elevadas. Ademais, foi centralizada a divulgação de informações sobre as cotações no mercado secundário, assumindo o pregão a prerrogativa da formação de preços - que até então ocorria de forma dispersa e desordenada.

Nesse período, alguns traços do exercício da auto-regulação, pela Junta de Corretores, eram observados.²⁴⁴ Mas a autonomia da classe ainda era limitada. Mesmo com a organização da Junta Comercial, mediante a edição do Decreto 6.384, de 30 de novembro de 1876, os corretores permaneceram atrelados ao novo órgão, que manteve certas prerrogativas do Tribunal do Comércio.

seus agentes e caixeiros as suas negociações, e as de seus comitentes, e até inculcar e promover para outrem vendedores e compradores, contanto que a intervenção seja gratuita.”

²⁴³ Em 1873, em relatório da Junta de Corretores à Assembléia Geral Legislativa, manifestaram os corretores seu inconformismo contra “a reprodução dos abusos que lamentavelmente não desaparecem, desassombrando a classe dos corretores, tão onerada de impostos e tão pouco garantida de seus direitos, dessa aluvião de agentes ilegais que, sem ônus e posição comercial definida, absorvem os interesses conferidos pelas leis aos verdadeiros agentes juramentados [...]. Com efeito, é certo e sabido que desde alguns anos, não poucos indivíduos, conhecidos na praça por zangões se entregam ao ofício de corretores, não tendo título algum legítimo, danificando os corretores matriculados, prejudicando o fisco nos impostos devidos, e não estando sujeitos a responsabilidade alguma. Contra estes indivíduos tem sido, e são baldadas quaisquer providências repressivas, sendo-lhes fácil justificar sua intervenção nos termos do art. 45 do Código do Comércio” .(LEVY, M.B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, p. 101).

²⁴⁴ Maria Bárbara Levy apresenta um exemplo: “Instituído o pregão, os corretores passaram a dispor de um instrumento facilmente manipulável, de acordo com os interesses da especulação. Desde que não fosse conveniente operar em uma determinada dada conjuntura, suspendiam as operações. Em 1880, esta possibilidade foi cortada pela própria Junta num exercício de auto-regulação, quando, na sessão de 17 de abril, deliberou não ser admissível a interrupção dos trabalhos na bolsa nos dias úteis, por arbítrio dos corretores, mas só por motivos poderosos e independentes de sua vontade”. (LEVY, op. cit., p. 103).

3.3.2. A câmara sindical

Já em 1893, no período republicano, foi instituído o Regulamento para os Corretores Públicos do Distrito Federal, por meio do Decreto n.º 1.359, de 20 de abril de 1893. Este revogou o já referido Decreto 806 e introduziu relevantes modificações. O cargo de corretor de fundos públicos passou a ser considerado um “ofício público”²⁴⁵ – segundo Mattos Filho, os corretores “[...] não adentraram a categoria dos funcionários públicos, mas tornaram-se exercentes de uma atividade pública”.²⁴⁶ Passaram a ser nomeados pelo presidente da República, após indicação da Câmara Sindical, que substituiu a Junta de Corretores. Assim, os corretores deixaram de depender da outorga da patente. Outra inovação consistiu na exigência de caução garantidora das operações sob sua responsabilidade. As instâncias punitivas passavam a ser a própria Câmara Sindical e, em grau de recurso, o Ministro da Fazenda, este último em substituição ao Tribunal do Comércio.

O regulamento instituído pelo Decreto de 1893 era extenso, com mais de cento e cinquenta artigos. De forma geral, tratava dos requisitos para a investidura no cargo de corretor de fundos, seus deveres e direitos, as funções de seus prepostos, as regras de escrituração das operações, a forma de eleição dos membros da Câmara Sindical, sua competência, as modalidades de operações admitidas na bolsa, a necessidade de edição de um regimento interno da bolsa e assim por diante.

A Câmara Sindical possuía uma ampla gama de atividades, significativamente ampliadas em relação ao regramento originalmente editado para a Junta de Corretores, em 1849 (Decreto n.º 648). Deveria ser composta por seis membros, todos corretores, sendo um deles designado síndico. Em termos práticos, a Câmara (muitas vezes representada pelo síndico) cuidava da rotina de funcionamento do mercado. Assim, dentre outras atividades, caberia à Câmara apresentar propostas de nomeação dos candidatos a corretor ao Ministro da Fazenda, supervisionar a escrituração dos livros dos corretores, proceder à execução das garantias nos casos de falha na liquidação de operações, convocar a assembléia geral de

²⁴⁵ Decreto 1.359: “Art. 1º. O cargo de corretor de fundos constitui um ofício publico”.

²⁴⁶ MATTOS FILHO, A. O. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 28.

corretores, controlar a entrada de pessoas no recinto de negociação, divulgar os preços praticados e assim por diante.

Em matéria de supervisão das operações realizadas pelos membros, o art. 87, alíneas *a* e *c* do Decreto n.º 1.359 atribuíam à Câmara Sindical o dever de “[...] velar para que os corretores se contenham nos limites de suas funções legais”, bem como “[...] infligir censura aos atos dos corretores, quando irregulares”. Poderiam ser impostas penas de suspensão e multa aos corretores, com possibilidade de recurso para o ministro da Fazenda.

Merece registro o período do “encilhamento”, marcado por intensa especulação no mercado do Rio de Janeiro, iniciado nos últimos meses do Império e finalizado em 1891.²⁴⁷ O evento foi caracterizado pelo surgimento de uma bolha especulativa, visto pelo público como uma aventura desastrosa e que causou grandes prejuízos à boa parte dos investidores que nela se engajaram. Tais eventos precederam a reforma promovida pelo Decreto n.º 1.359, de 20 de abril de 1893, que, conforme visto, promoveu relevantes modificações e inegavelmente modernizou a estrutura das bolsas então constituídas.

Contrariamente ao ocorrido no período imperial, o governo republicano passou a utilizar largamente a palavra bolsa, a partir do Decreto 1.026, de 14 de outubro de 1890, nos mais diversos normativos, mas ainda com o sentido de “lugar”: por exemplo, o art. 76 do Decreto 2.475, de 13 de março de 1897, ao tratar da Bolsa de Valores do Distrito Federal, definiu-a como “[...] o lugar, no salão da praça de comércio, destinado às operações de compra e venda de títulos públicos, de ações de bancos e companhias, de valores comerciais e de metais preciosos”. O mesmo diploma limitou o acesso ao referido local: “[...] só aos corretores de fundos é facultado o acesso dentro da balastrada da Bolsa” (art. 77)²⁴⁸. No mesmo sentido, a expressão foi ainda usada no Regimento Interno da Junta dos Corretores do Rio de Janeiro, de 1877, aprovado pelo art. 48 do Decreto n.º 806.²⁴⁹

²⁴⁷ Maria Teresa Oliveira sublinha que o termo “encilhamento” é utilizado na historiografia econômica em mais de um sentido. Além do alcance ora apresentado, também é utilizado para designar a política monetária de Rui Barbosa ou a crise financeira dos primeiros anos da década de 1890. (OLIVEIRA, Maria Teresa Ribeiro de. *Encilhamento*, p. 65).

²⁴⁸ Texto semelhante já constava do Decreto 1.359, de 1893: “Art. 98. A Bolsa é o lugar, no salão da Praça de Comércio [...]”; “Art. 99. Só aos Corretores de fundos é permitido o acesso dentro da balastrada da Bolsa [...]”.

²⁴⁹ Segundo o Regimento, “[...] a Bolsa é o lugar no salão da Praça de Comércio ou da Associação Comercial, destinadas às operações de compra e venda de títulos públicos, de ações de bancos e companhias, de valores comerciais e finalmente de metais preciosos”. Carvalho de Mendonça identifica este regimento como o primeiro normativo a utilizar a expressão “bolsa”. (CARVALHO DE MENDONÇA. *Tratado de Direto Comercial*

Em 1895, foi ainda editada a Lei n.º 354 (posteriormente regulamentado pelo Decreto n.º 2.475, de 13 de março de 1897) que consolidou a regulamentação anterior, sem promover alterações de relevo. Dessa forma, os corretores de fundos públicos do Distrito Federal continuavam a ser nomeados pelo presidente da República, exercendo um “ofício público”, deveriam constituir a Câmara Sindical, com três membros eleitos entre os próprios corretores. Dentre outras atribuições, a Câmara Sindical teria o dever de organizar o regimento interno, autorizar ou suspender a negociação de qualquer valor, bem como impor multas nos casos de ocorrência de irregularidades.

Mattos Filho noticia ainda que, no início do período republicano, alguns Estados deram início à regulamentação da atividade dos corretores, o que teria sido contestado por alguns juristas “[...] tendo em vista a competência da União para legislar sobre matéria de Direito Comercial”.^{250,251} Como exemplo, tem-se a Lei paulista n.º 479, de 24 de dezembro de 1896, regulamentada pelo Decreto Estadual 454, de 7 de junho do ano seguinte. Em linhas gerais, cuidam ambos os normativos de repetir os dispositivos legais federais, com pequenas mudanças resultantes das particularidades locais: por exemplo, a lei estadual fixou o número máximo de corretores de fundos públicos para 15 na capital e para 7 em Santos.

Diversos Estados criaram entidades à semelhança da Bolsa de Valores do Distrito Federal (no Rio de Janeiro). Após a criação de bolsas em São Paulo e Santos (1898), seguiram-se Minas Gerais (1914), Rio Grande do Sul (1931), Pernambuco (1931), Espírito Santo (1933) e Bahia (1940).

Brasileiro, p. 296), o mesmo ocorrendo com Waldemar Ferreira (FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, p. 250).

²⁵⁰ MATTOS FILHO, A. O. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 29.

²⁵¹ Em análise do problema, Carvalho de Mendonça constatou que a Lei 354 e o Decreto 2.465, ambos de 1895, trataram exclusivamente dos corretores de fundos públicos do Distrito Federal. Assim, a respeito da iniciativa de diversos estados em constituir bolsas locais, registrou: “Que deduzir daí? Queria o Congresso Nacional deixar aos Estados a faculdade de criarem bolsas de fundos públicos e organizarem a corporação de corretores destes fundos sob sua jurisdição, ou seu intuito fora manter nas praças dos Estados o regime anterior que lhe dava o poder de legislar sobre o assunto? [...] Certo é que a Constituição Federal facultara aos Estados em geral todo e qualquer poder, ou direito, que não lhes fosse negado por cláusula expressa ou implícita contida nas suas cláusulas expressas [...], e, ao mesmo tempo, incumbira à União e aos Estados animar, no país, o desenvolvimento da indústria e do comércio [...]”. (CARVALHO de MENDONÇA. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, p. 300-301). No mesmo sentido tem-se Waldemar Ferreira: “Entendeu-se, desde que se instaurou no país o regime federativo, (e tal parecia ter ficado esclarecido pelo Decreto n.º 354, de 16 de dezembro de 1895), que, cabendo ao Governo Federal a criação dos cargos de corretores de fundos públicos na Capital Federal, nos estados essa providência seria da competência legislativa destes, que criariam, como ocorreu, suas bolsas de fundos públicos e respectivos corretores”. (FERREIRA, op. cit., p. 221-222).

3.3.3. As bolsas de valores

Após os últimos normativos editados em 1895 e 1897, o arcabouço regulatório aplicável às bolsas passou por um período de relativa estabilidade. Outras normas foram editadas, mas sem promover modificações na estrutura de funcionamento da Câmara Sindical e no papel exercido pelo Estado no exercício da atividade de corretagem. É importante registrar que, à época, o papel das bolsas no contexto econômico era limitado. A respeito registra Aloysio Lopes Pontes: “ [...] verifica-se ter sido tímido e irrelevante o papel das bolsas de valores durante o Império e na República, durante e além da primeira metade deste século, seja a Federal, do Rio de Janeiro, seja a de São Paulo ou as dos demais Estados, muitas delas, como mencionado, cessando suas atividades ou sendo absorvidas por outras instituições”.²⁵²

Por sua vez, Carvalho de Mendonça atribuía a limitada importância das bolsas à excessiva interferência governamental: “Bolsas comerciais não se criam nem se alimentam a golpes de leis. Se não surgirem espontaneamente como manifestação das necessidades das praças em que se instalarem, é tempo perdido andar o poder público a forjicar regulamentos, sempre mal preparados [...]”.²⁵³

A despeito das críticas e relevadas algumas das crises enfrentadas no mercado de ações e de títulos de dívida, no final do século XIX e início do século XX as bolsas tiveram um papel digno de nota no financiamento de novos empreendimentos. Anne Hanley efetuou uma análise do papel da Bolsa de Valores de São Paulo (a partir de 1890) no financiamento de novos empreendimentos no período anterior à Primeira Guerra Mundial. Pelo menos 87 companhias captaram recursos por meio de emissão de ações ao longo na década de 1890, o que representou quase 20% do capital total das companhias industriais no Estado de São Paulo. Em 1905 o volume e o valor das ações listadas na bolsa correspondia ao triplo do observado no início da década anterior. Houve inclusive uma atração de um maior número de investidores para a bolsa. A título de exemplo, o número de acionistas da Companhia Mogiana atingiu 2.161 investidores em 1903.²⁵⁴

²⁵² PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*, p. 287.

²⁵³ Exemplificou o ilustre comercialista: “Fundaram-se duas bolsas oficiais, a de Mercadorias do Distrito Federal e a de Café em Santos, justamente as mais importantes da República. A intervenção oficial tem anulado o valor da primeira [...] e na segunda produzido por mais de uma vez crises de certa gravidade [...]” (CARVALHO DE MENDONÇA. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, p. 293).

²⁵⁴ HANLEY, Anne. *A bolsa de valores e o financiamento de empresas em São Paulo*, p. 121-124.

O desenvolvimento do mercado pode ser ainda ilustrado pela evolução da emissão e negociação de títulos de dívida. O número de debêntures emitidas triplicou de 1905 a 1909, e, de 1909 a 1914, quadruplicou, em especial de companhias têxteis e de serviços de utilidade pública.²⁵⁵

Em termos cronológicos, um outro normativo freqüentemente destacado na doutrina é o Decreto n.º 1.344, de 13 de junho de 1939, mas que apresentou poucas inovações em relação à regulamentação de 1897. Mesmo com alterações pontuais, o Decreto esteve em vigor até a década de sessenta, com a reforma promovida pelas Leis n.º 4.595/64 e 4.728/65.

Não obstante convém registrar uma alteração observada no período de “consolidação” referido por Waldirio Bulgarelli. Trata-se da Lei n.º 2.146, de 29 de dezembro de 1953. A inovação trazida foi a declaração, logo no art. 1º da Lei, de que as bolsas constituíam “[...] órgãos auxiliares dos poderes públicos na fiscalização dos lançamentos de emissões de títulos, por subscrição pública”. A respeito da expressão, registra Mattos Filho: “[...] muito embora não sejam dotadas de personalidade jurídica, as bolsas foram tidas como ‘órgãos’, cuja função seria a de, inclusive, fiscalizar o lançamento de valores mobiliários quando subscritos pelo público”.²⁵⁶ A expressão “órgãos auxiliares” foi posteriormente reproduzida na Lei n.º 6.385/76, a despeito de ter sido ignorada pelo legislador de 1965.

Já a década de sessenta do século XX promoveu verdadeira revolução no mercado financeiro e de capitais brasileiros. Diversas leis foram editadas, em especial após o início do regime militar, com o intuito de promover o desenvolvimento econômico do país, propiciar a captação de recursos junto ao público investidor e viabilizar o financiamento das companhias locais. Dentre outras, foram editadas as Leis n.ºs 4.131/62, ainda no governo João Goulart, 4.230/64, 4.595/64 e 4.728/65, que modificaram a estrutura e o funcionamento do mercado de forma radical.²⁵⁷

De fato, a Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, representa um importante marco institucional na evolução das bolsas de valores no país. Evidentemente não pode ser

²⁵⁵ HANLEY, Anne. *A bolsa de valores e o financiamento de empresas em São Paulo*, p. 137.

²⁵⁶ MATTOS FILHO. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 29.

²⁵⁷ Para estas duas últimas leis, Aloysio Lopes Pontes registra que “[...] apesar de suas falhas [...], omissões e demasias, constituíram-se no instrumento que propiciou o desenvolvimento do mercado de capitais e possibilitou a obtenção e drenagem de recursos para atrair o capital estrangeiro, através daquele desenvolvimento, a par da contribuição para o equilíbrio político, como outro inestimável elemento para a expansão econômica”. (PONTES, A. L. *Instituições financeiras privadas*, p. 289).

analisada de forma isolada, pois fez parte de um contexto maior de modernização econômica, que necessariamente passava pela estruturação do Sistema Financeiro Nacional.

Lamy Filho e Bulhões Pereira resumem em cinco pontos as principais providências da nova lei: (i) definição de um quadro que induzisse à criação de um sistema de distribuição de valores mobiliários; (ii) criação de condições para o desenvolvimento de mercados de títulos de dívida de médio e longo prazos; (iii) regulamentação e fiscalização das operações no mercado de capitais; (iv) inovações pontuais na legislação sobre companhias; (v) modificações na legislação tributária, especialmente na incidência de imposto de renda nos rendimentos de valores negociados no mercado.²⁵⁸

Especificamente em relação às bolsas, em primeiro lugar, a Lei n.º 4.728/65 atribuiu ao recém-criado Banco Central do Brasil a competência para conceder as autorizações necessárias para o funcionamento das bolsas de valores no país. A mesma autarquia teria ainda a responsabilidade de fiscalizar o seu funcionamento, bem como a atuação das sociedades corretoras que lá atuassem.²⁵⁹

Os valores mobiliários e outros títulos admitidos à negociação nas bolsas também deveriam ser registrados no Banco Central do Brasil. O art. 6º dessa lei também dispôs que as bolsas teriam “autonomia administrativa, financeira e patrimonial”, sem prejuízo da fiscalização exercida pelo Banco Central do Brasil e do poder regulamentar exercido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), também criado da Lei n.º 4.595/64.

Ainda segundo o legislador de 1964, a regulamentação a ser editada pelo CMN contemplaria os mais diversos aspectos relativos às bolsas, tanto sob o ponto de vista estrutural (dentre outras, condições de constituição e extinção; forma jurídica; órgãos de administração e seu preenchimento; número de sociedades corretoras membros da bolsa) quanto de seu funcionamento (como exercício de poder disciplinar, imposição de penas e condições de exclusão de membros; espécies de operações admitidas nas bolsas; normas,

²⁵⁸ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, v. I, p. 123.

²⁵⁹ Sobre a reestruturação da indústria de intermediação, registram ANDREZZO e LIMA: “A intermediação dos negócios nas Bolsas de Valores somente poderia ser exercida por sociedades corretoras membros da Bolsa e somente poderiam ser negociados títulos ou valores mobiliários de emissão de pessoas jurídicas registradas no Banco Central do Brasil. Mudanças significativas ocorreram em relação aos sistema de corretagem. Anteriormente, os corretores eram nomeados pelo governo e não se subordinavam às regras do serviço público, porque exerciam atividade empresarial. Entretanto, entendeu-se que não tinham o mesmo estímulo de um empresário, pois a corretagem era automaticamente assegurada e os cargos eram hereditários e vitalícios. Este sistema foi considerado um desestímulo ao senso de responsabilidade e eficiência necessários à profissão”. (ANDREZZO, Andrea F.; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro*, p. 55).

métodos e práticas a serem observados nas operações; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados; registro das operações a ser mantido pelas bolsas e seus membros; fiscalização do cumprimento de obrigações legais).²⁶⁰

Em cumprimento ao comando contido na Lei n.º 4.728/65, o Conselho Monetário Nacional editou em 20 de outubro de 1966 a Resolução CMN n.º 39, que impôs um regulamento que disciplinaria a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores no Brasil. O regulamento em questão disciplinava de forma pormenorizada tais questões, com destaque para os seguintes aspectos:

- a) obrigatoriedade de constituição das bolsas como associações civis;
- b) delimitação do seu objeto social;²⁶¹
- c) necessidade de prévio registro e autorização do Banco Central do Brasil para seu funcionamento, com fixação pelo Conselho Monetário Nacional do número máximo de membros;
- d) obrigatoriedade de existência de Conselho de Administração, com posto de oito pessoas, sendo um o próprio superintendente geral da bolsa, seis representantes dos membros e um indicado pelas companhias abertas²⁶²;
- e) realização de elaboração de parecer de auditores independentes, acerca das demonstrações financeiras da bolsa;

²⁶⁰ A respeito da transformação observada com a edição da Lei 4.727/64, comenta Mattos Filho: “É importante notar que a partir de tal data deixam elas de ser o *locus* das operações de títulos governamentais, bem como das operações de câmbio, e passam a se dedicar com exclusividade às operações com valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas”. (MATTOS FILHO. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 30-31).

²⁶¹ Art. 1º do Regulamento anexo à Resolução CMN n.º 39/66: “Art. 1º As Bolsas de Valores são associações civis, sem finalidades lucrativas, tendo por objeto social: I - manter local adequado ao encontro de seus Membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus Membros e pelas autoridades monetárias; II - dotar permanentemente o referido local de todas as facilidades necessárias à pronta e eficiente realização e liquidação dessas transações; III - estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e valores mobiliários; IV - preservar elevados padrões éticos de negociação e comportamento para seus Membros e para as sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, fiscalizando seu cumprimento e aplicando penalidades aos Membros e às sociedades emissoras que deixarem de corresponder aos referidos padrões; V - divulgar as operações nelas realizadas, com rapidez, amplitude e pormenorizadamente; VI - exercer outras atividades que não contrariem este Regulamento e a legislação vigente, podendo inclusive conceder a seus Membros crédito operacional relacionado com o objeto social ora declarado”.

²⁶² Dentre outras atribuições, o Conselho de Administração da bolsa teria a incumbência de autorizar, proibir ou suspender a negociação e cotação de quaisquer títulos e valores mobiliários, interromper, total ou parcialmente, as atividades da bolsa de valores em caso de grave emergência, admitir novos membros ou impugnar-lhes a admissão e punir os membros faltosos e aprovar o regimento interno da bolsa de valores.

- f) necessidade de aprovação pelo Banco Central do Brasil dos nomes dos membros do Conselho de Administração, do superintendente geral e dos demais superintendentes executivos da bolsa;
- g) restrição à participação como membros de firmas individuais (constituídas pelos corretores de fundos públicos) ou sociedades corretoras de valores, em ambos os casos mediante a aquisição de títulos patrimoniais;
- h) possibilidade de recusa da admissão de novo membro, condicionada à apreciação do Banco Central do Brasil em grau de recurso;
- i) uso do título patrimonial como garantia para as obrigações do membro junto à bolsa;
- j) fixação de capital mínimo para os membros, em montante igual a uma vez e meia o valor nominal dos títulos patrimoniais adquiridos;
- k) criação de um “Fundo de Garantia” destinado à proteção dos clientes dos membros;²⁶³
- l) necessidade de prévio registro junto ao Banco Central do Brasil, para a admissão à negociação, de quaisquer títulos e valores mobiliários;
- m) obrigatoriedade de adoção de uma “Tabela de Corretagens”, com fixação de percentuais a serem cobrados pelos membros de seus clientes, em função da modalidade de mercado e do valor da operação;²⁶⁴
- n) obrigatoriedade de constituição de “caixas de liquidação”, sob a forma de sociedades anônimas controladas pela bolsa e seus membros, com o objetivo precípuo de efetuar o registro, a compensação e a liquidação das operações cursadas na respectiva bolsa, bem como administrar as garantias requeridas nas operações de liquidação futura;²⁶⁵

²⁶³ Segundo o Regulamento anexo à Resolução CMN n.º 39/66, o fundo teria o objetivo de ressarcir os clientes, garantindo-lhes “[...] a reposição de títulos e valores mobiliários negociados em Bolsa e a devolução de diferenças de preços decorrentes de dano culposo ou de infiel execução de ordens aceitas para cumprimento em Bolsa, de responsabilidade caracterizada no art. 25, ou ainda de uso inadequado de importâncias recebidas para compra ou decorrentes da venda de títulos e valores mobiliários” (art. 45). O patrimônio inicial do fundo seria composto de importâncias pagas à bolsa pelos membros por ocasião da aquisição de títulos patrimoniais e ainda por valor correspondente a, no mínimo, um por cento do valor recebido a título de corretagem, pelos membros.

²⁶⁴ A fixação de patamares mínimos de corretagem foi posteriormente flexibilizada, a partir da Resolução CMN n.º 61, de 24 de julho de 1967 e das normas que se seguiram a respeito.

²⁶⁵ Posteriormente, a Resolução CMN n.º 321, de 18 de março de 1975, passou a admitir que os mesmos serviços fossem prestados por departamentos da própria bolsa.

o) obrigatoriedade para a Administração da Bolsa de fiscalização dos membros.²⁶⁶

As transformações em relação ao antigo regime da Lei n.º 2.146 foram significativas, tanto em termos de estrutura (seja da própria bolsa ou da indústria de intermediação, com a criação das sociedades corretores de valores e das sociedades distribuidoras de valores) quanto de atuação do Estado, que passou a ter um papel mais destacado, em especial por meio da atuação do Banco Central do Brasil.

Os poderes atribuídos à autarquia eram amplos. Além daqueles já apresentados, o Banco Central do Brasil ainda poderia examinar e aprovar o valor do título patrimonial, autorizar, proibir ou suspender a negociação de qualquer título ou valor mobiliário, examinar em grau de recurso as punições infligidas aos membros pelo Conselho de Administração da Bolsa, apreciar o seu regimento interno, determinar à bolsa a demissão de pessoas que tenham violado dispositivos legais ou regulamentares, suspender a aplicação de normas ou a adoção de quaisquer medidas pelas bolsas e assim por diante.

A reforma da estrutura do mercado foi acompanhada de uma série de medidas governamentais de incentivo ao investimento em ações. Dentre eles, a redução no imposto de renda sobre dividendos²⁶⁷, a criação de incentivos para o uso de parte do imposto de renda a pagar para a aplicação em fundos de investimento, a isenção de imposto de renda sobre a incorporação de reservas ao capital social e as mudanças na tributação dos investimentos em renda fixa, o que lhes diminuiria a rentabilidade.²⁶⁸

A partir de 1969, as iniciativas governamentais surtiram efeito. O índice IBV da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro valorizou-se 484% em relação ao fechamento do ano de 1968, enquanto que o índice da Bolsa de Valores de São Paulo apresentou valorização de 220%.²⁶⁹

Em 1970 novas medidas foram adotadas, em especial na regulamentação dos fundos de investimento e no regime dos chamados “fundos 157”, o que implicou um aumento

²⁶⁶ “Art. 103. Competirá à Administração das Bolsas de Valores a fiscalização direta e ampla de seus associados, independentemente da que o Banco Central venha a realizar, podendo para tanto examinar livros e registros de contabilidade e outros papéis ou documentos ligados à atividade corretora de qualquer deles, remetendo mensalmente ao Banco Central cópia dos relatórios de inspeção realizados por seus fiscais ou auditores.”

²⁶⁷ Decreto-Lei 401, de 30 de dezembro de 1968 e Decreto-Lei 427, de 8 de janeiro de 1969.

²⁶⁸ Para uma síntese dos fatores que colaboraram para o aquecimento do mercado acionário no período de 1969 a 1971, vide MACARINI, José Pedro. *Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”*, p. 7-8.

²⁶⁹ MACARINI, op. cit., p. 10.

vertiginoso no volume de operações das bolsas.²⁷⁰ Naquele ano, o movimento bursátil apresentou grande aceleração - o valor das operações nas bolsas paulista e carioca foi 60% superior ao ano de 1969, e, em 1971, alcançou 4,6 vezes o volume total negociado em 1970.²⁷¹

Após atingir um ponto máximo em meados de junho de 1971, as cotações passaram a registrar quedas contínuas a partir do mês subsequente e assim permaneceriam pelos anos subsequentes, sem indicação de uma crise súbita (*crash*), mas com desvalorizações lentas, contínuas e acompanhadas por um enxugamento da liquidez. Sobre o fim do período especulativo, José Pedro Macarini registra que o volume anual de operações nas Bolsas cresceu mais de 4 vezes em 1971 em valores reais, para depois declinar fortemente de 1972 a 1974. Ao mesmo tempo, na esteira da estagnação dos negócios em Bolsa, os novos lançamentos de ações também declinaram fortemente, retornando a bolsa “à posição anterior de irrelevância para o financiamento empresarial”.²⁷²

Diversas medidas com o objetivo de estancar a crise nas bolsas após o *boom* dos anos de 1970 e primeiro semestre de 1971 foram adotadas, mas sem sucesso.²⁷³ Ainda na esteira dos incentivos fiscais, foi editado em 20 de agosto de 1973 o Decreto-lei n.º 1.283, que, dentre outras mudanças, implementou incentivos à distribuição de dividendos, com isenção de tributação nos casos de distribuição superior a 25% do lucro líquido e com redução da alíquota para 10% no caso de imposto de renda na fonte e permitiu o abatimento da renda bruta dos valores de dividendos utilizados em subscrições, além de estimular a formação de um mercado de debêntures.

²⁷⁰ Foram editadas a Resolução CMN 145, de 14 de abril de 1970, que estipulou uma aplicação mínima de 50% dos recursos dos fundos de investimento em ações; a Resolução CMN n.º 164, de 24 de novembro de 1970, que limitou a aplicação dos mesmos fundos em letras de câmbio. Foi ainda alterada a regulamentação dos “fundos 157”, por meio da Resolução CMN n.º 146, de 8 de maio de 1970, que receberam autorização para manter até dois terços de seus recursos investidos em ações.

²⁷¹ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÔES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, v. I, p. 127.

²⁷² MACARINI, José Pedro. *Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”*, p. 15.

²⁷³ Dentre outras medidas, os chamados “fundos 157” tiveram sua regulamentação alterada em mais de uma ocasião: com a elevação do limite para aplicação em bolsa para 80% da carteira (Resolução CMN n.º 218, de 28 de março de 1972) e com a ampliação de 12% para 24% da dedução do imposto de renda a pagar (Decreto-lei n.º 1.214, de 26 de abril de 1972). Os fundos de investimento tiveram reduzida de 40% para 20% a parcela mínima da carteira destinada à aplicação em renda fixa (Resolução CMN n.º 219, de 20 de abril de 1972). Foi ainda criado o FUMCAP (Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Capitais), constituído de repasses do BNDE e da Caixa Econômica Federal aos bancos de investimento para financiar operações de *underwriting* (Decreto-lei n.º 69.554, de 18 de novembro de 1971). Outros incentivos fiscais foram ainda criados pelo Decreto-lei n.º 1.338, de 23 de julho de 1974, de forma a permitir às pessoas físicas abater do imposto de renda devido as aplicações realizadas no mercado de capitais.

O próprio regime da Resolução CMN n.º 39/66 sofreu ainda alguns aperfeiçoamentos, até sua completa revogação em 1984. Dentre eles, o promovido pela Resolução CMN n.º 231, de 1º de setembro de 1972, que passou a prever a existência de “Bolsas Regionais”, com vistas ao fortalecimento de diversas bolsas já existentes em diferentes unidades da Federação.

De qualquer forma, a experiência com a crise observada a partir do segundo semestre de 1971 exigiu mudanças mais profundas. Segundo Bulhões Pedreira e Lamy Filho, “[...] muitos dos especuladores amadores de 1971 passaram depois a atribuir seus prejuízos à exploração do mercado por intermediários, empresários e administradores de companhias, bem como à ineficiência do Banco Central no exercício de suas atribuições de regular e policiar os mercados”.²⁷⁴

Um novo marco regulatório de relevo ocorreu com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a edição da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, como uma autarquia voltada especificamente para a regulação do mercado de capitais. Relativamente às bolsas de valores, o tratamento dado por essa lei foi o seguinte:

- a) a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores passariam a se submeter ao regime da Lei n.º 6.385/76;
- b) o Conselho Monetário Nacional (CMN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exerceriam suas funções com o objetivo de assegurar o funcionamento “eficiente e regular” dos mercados de bolsa;
- c) os poderes outorgados à CVM não excluiriam a competência das bolsas em relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados;
- d) a CVM teria o poder de suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou mesmo decretar o recesso da bolsa, com o fim de “prevenir ou corrigir situações normais de mercado”, na forma definida pelo CMN;

²⁷⁴ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*, v. I, p. 128. A respeito, também registra Roberto Teixeira da Costa: “Num mercado imaturo onde prevaleciam investidores individuais, assistimos a toda sorte de práticas não equitativas, manipulações de preços, lançamentos de ações de companhias sem qualquer informação confiável, transações com utilização de informações privilegiadas, emissões irregulares [...] e por aí afora. Enfim, tivemos um surto especulativo que se assemelhou em muito aos da época do encilhamento no final do século XIX”. (COSTA, Roberto Teixeira da. *Analisando o presente e pensando o futuro*, p. 20).

- e) nas condições previstas pelo CMN, a Comissão de Valores Mobiliários poderia prever em seu orçamento dotações de verbas às bolsas;
- f) as bolsas seriam consideradas integrantes do sistema de distribuição e teriam autonomia administrativa, financeira e patrimonial, sendo que sua atuação estaria sujeita à supervisão da CVM;
- g) incumbiria às bolsas, “como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”, fiscalizar seus membros e as operações nela realizadas;
- h) mediante proposta da CVM, o Conselho Monetário Nacional deveria editar normas sobre as condições de constituição e extinção das bolsas, sua forma jurídica, seus órgãos de administração e as regras de preenchimento dos respectivos cargos;
- i) caberia também ao CMN a edição de normas sobre o exercício do poder disciplinar pelas bolsas, sua administração, o número de sociedades corretoras admitidas como membros e os emolumentos e demais custos cobrados pelos serviços prestados;
- j) a CVM deveria regulamentar as espécies de operações admitidas nos mercados de bolsa, as práticas que deveriam ser observadas pelos participantes, bem como definir “a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não eqüitativas na distribuição ou intermediação de valores”;
- k) a negociação de valores mobiliários em bolsa dependeria de prévio registro na CVM, sem prejuízo de requisitos próprios estabelecidos para cada bolsa, sujeitos à aprovação pela CVM.

Nessa medida, a fiscalização das operações bursáteis passaria do Banco Central do Brasil para a autarquia recém-constituída, mas a edição das normas relativas à organização e ao funcionamento das bolsas continuaria a ser efetuada pelo Conselho Monetário Nacional. Com efeito, continuava em vigor a Resolução CMN n.º 39, que, após a edição da Lei n.º 6.385/76, ainda passaria por algumas alterações pontuais.²⁷⁵

²⁷⁵ Uma das alterações dignas de nota foi a Resolução CMN n.º 680, de 22 de janeiro de 1981, que, dentre outras mudanças, elevou o número de membros do Conselho de Administração de bolsa para um máximo de treze,

A edição de um novo normativo que regulamentaria completamente a matéria só ocorreu em 1984, com a Resolução CMN n.º 922, de 15 de maio de 1984. O novo normativo não chegou a representar uma alteração muito significativa em relação ao regime anterior, exceção feita ao fato de que desde 1977 o órgão regulador deixou de ser o Banco Central do Brasil, portanto a nova norma promoveu as devidas adaptações.

Dentre as pequenas mudanças promovidas, estão:

- a) possibilidade de que o objeto social das bolsas de valores incluía a compensação e liquidação das operações realizadas;
- b) previsão de que as bolsas pudessem conceder crédito às corretoras membro;
- c) o exercício de outras atividades não previstas na norma dependeria de autorização prévia e expressa da CVM;
- d) necessidade de adoção dos procedimentos de elaboração de demonstrações financeiras aplicáveis às sociedades anônimas;
- e) obrigatoriedade de apuração, mediante “inquérito administrativo”, das infrações à regulamentação;
- f) impossibilidade de aquisição por uma mesma corretora de valores de mais de um título patrimonial de uma única bolsa.

Cinco anos depois sobreveio nova regulamentação relativa às bolsas de valores, com a edição da Resolução CMN n.º 1.656, de 26 de outubro de 1989. Também neste caso não houve uma alteração muito significativa em relação à estrutura implementada em 1984, que, por sua vez, também não representou um rompimento significativo em relação à Resolução CMN n.º 39/66. Mas alguns aspectos merecem certo destaque, em especial por conta da influência da crise observada no mercado em junho daquele ano, resultante da inadimplência do investidor Naji Nahas.

A crise esteve centrada na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e foi precipitada pela impossibilidade de liquidação das operações por ele realizadas, então um dos maiores especuladores do mercado brasileiro. Diversos outros investidores e intermediários do

sendo um deles indicado pelos investidores, estabeleceu critérios de independência dos conselheiros indicados pelas companhias, pelos investidores e do superintendente geral, disciplinou a duração dos mandatos e regulamentou a aplicação de penalidades pela bolsa, inclusive com a ampliação das modalidades de pena que poderiam ser aplicadas pela entidade auto-reguladora.

mercado foram afetados, em razão da inadimplência em cadeia de diversos participantes que o financiavam ou usavam a mesma estratégia.

A crise iniciada no dia 9 de junho de 1989 motivou o recesso das bolsas no dia útil subsequente. Em razão da crise, que, dentre outras conseqüências, resultou na liquidação de seis corretoras de valores, o índice Bovespa fechou em baixa de 41,9% no mês de junho de 1989. Por conta dos problemas enfrentados, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro realizou um aumento de capital correspondente a 30% do valor dos títulos então emitidos, para suportar os prejuízos oriundos da inadimplência de diversos intermediários e investidores.²⁷⁶

Alguns meses depois o Conselho Monetário Nacional editou o novo normativo, a Resolução CMN n.º 1.656/89, que, em certa medida, tentava contornar algumas das falhas identificadas nos primeiros procedimentos de investigação do episódio. Em primeiro lugar, a Comissão de Valores Mobiliários poderia determinar o afastamento de conselheiros de administração da bolsa, nos casos em que houvesse indícios de sua participação no cometimento de irregularidades no mercado, antes mesmo da conclusão do correspondente processo administrativo. Adicionalmente, a colocação de títulos patrimoniais deveria ocorrer mediante realização de leilões, com pré-qualificação dos licitantes.

Outros aspectos que mereceram aperfeiçoamento foram novas regras de prestação de informações pelo superintendente geral ao Conselho de Administração. Este último também passaria a ter a obrigação de impedir a realização de operações que pudessem caracterizar infrações às normas em vigor.

Outras mudanças foram relativas aos pedidos de admissão de novos membros. Segundo as regras da Resolução CMN n.º 922, a decisão sobre a admissão de novo membro caberia ao Conselho de Administração da bolsa, e, no caso de negativa de admissão, haveria a possibilidade de recurso para a Comissão de Valores Mobiliários. Entretanto, segundo o novo regime, a CVM deixaria de apreciar a questão em âmbito recursal, cabendo o reexame da matéria à assembléia geral da bolsa.

As bolsas também ficavam obrigadas a manter um cadastro atualizado dos investidores, “com a finalidade de, a qualquer tempo, identificar o comitente final de uma

²⁷⁶ Para uma descrição detalhada das circunstâncias que envolveram o chamado “escândalo Nahas”, vide FERREIRA, Alcides; HORITA, Nilton. *BM&F: a história do mercado futuro no Brasil*, p. 331 e ss.

operação”. O cadastro geral seria formado a partir dos dados fornecidos pelos próprios integrantes do sistema de distribuição.

Em 1998, foi promovida outra importante alteração, com a edição da Resolução CMN n.º 2.549, de 24 de setembro de 1998, que revogou os arts. 37 e 39 da norma de 1989. Dessa forma, estava extinta a chamada “tabela de corretagem”, que servia de referência para a cobrança de serviços pelas corretoras e demais intermediários de mercado. Segundo decisão do Conselho Monetário Nacional, a partir daquela data a corretagem para operações em bolsa passaria a ser livremente pactuada entre o intermediário e seus clientes.

A Resolução CMN n.º 1.656/89 esteve em vigor por mais de dez anos, quando, em 2000, o Conselho Monetário Nacional editou a sua última norma em matéria de organização e funcionamento das bolsas de valores, a Resolução CMN n.º 2.690, de 28 de janeiro de 2000. Assim como as demais normas editadas após a Resolução CMN n.º 39/66, não foram introduzidas mudanças estruturais significativas.

Convém registrar que a edição da nova norma foi precedida de uma mudança significativa na estrutura do mercado brasileiro, mas especificamente na distribuição das operações com ações nas diversas bolsas de valores existentes até o fim da década de 1990. No fim do ano de 1999, as diferentes bolsas de valores então existentes anunciaram um processo de reestruturação e consolidação de atividades em torno da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Entre os fatores que motivaram o processo de consolidação estão a competição oferecida por bolsas estrangeiras, em especial a partir da popularização dos *American Depositary Receipts* (ADRs) entre as companhias brasileiras, que passaram a listar os correspondentes recibos de depósito de ações no exterior. A posição competitiva das bolsas brasileiras era ainda prejudicada pela menor liquidez do mercado local e por custos de operação mais altos, considerando-se que, à época, o custo total de realização de operações na bolsa brasileira era onerado em razão da incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF).

Em 1999, o Brasil contava com nove bolsas de valores diferentes, sendo as mais importantes a Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), com destaque para a primeira. As demais possuíam uma participação marginal, com poucos negócios realizados, e suas receitas eram resultantes basicamente de anuidades pagas

pelas companhias listadas e da realização leilões esporádicos em seus recintos de negociação.²⁷⁷

Nesse cenário, a Bovespa e a BVRJ firmaram um acordo de unificação dos mercados de ações. Assim, a bolsa paulista passaria a deter a exclusividade na negociação de títulos privados (basicamente, ações), enquanto a bolsa carioca passaria a centralizar a negociação de títulos públicos – até então negociados exclusivamente no mercado de balcão. A mudança foi implementada com a emissão e posterior troca de títulos patrimoniais das duas bolsas, e os membros de uma passaram a ter também acesso aos mercados mantidos pela outra.²⁷⁸

Com relação à Resolução CMN n.º 2.690/00, dois pontos merecem destaque. Em primeiro lugar, ao contrário do que ocorria desde 1966, quando as bolsas de valores passaram a se constituir necessariamente sob a forma de associações civis, essa nova Resolução passou a admitir que as bolsas de valores poderiam ser constituídas também sob a forma de sociedades anônimas. Contudo, tal possibilidade foi incluída na regulamentação sem que fossem editadas regras específicas quanto à forma de constituição, organização interna, tratamento de conflito de interesses e outros aspectos relevantes.

Ou seja, o Conselho Monetário Nacional simplesmente passou a admitir a nova forma jurídica de constituição, sem se preocupar com eventuais conseqüências da adoção do modelo de sociedade anônima para as bolsas. Contudo, o que se observou é que as primeiras bolsas a dotarem a nova forma jurídica o fizeram apenas em 2007, às vésperas da edição de um novo normativo relativo às bolsas – este sim com um tratamento diferenciado para a questão.

Outra mudança ocorrida com o advento da nova norma foi o fato de que as corretoras poderiam adquirir mais de um título patrimonial (ou ação, no caso de sociedade

²⁷⁷ Além das duas bolsas em São Paulo e no Rio de Janeiro, as bolsas então existentes (chamadas de “bolsas regionais”) eram a Bolsa de Valores de Minas, Espírito Santo e Brasília (BOVMESB), a Bolsa de Valores do Extremo Sul (BVES), a Bolsa de Valores do Paraná (BVPR), a Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas (BVBA), a Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba (BVPP), a Bolsa de Valores Regional (BVRG), que atuava nos mercados do Ceará e Rio Grande do Norte e a Bolsa de Valores de Santos (BVST). No ano de 1999, a participação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro no mercado brasileiro foi inferior a 5% do volume total negociado. Já as demais bolsas totalizavam 0,2% do mercado. Para considerações sobre o tema, vide VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *A integração das bolsas nacionais e o aumento da competitividade*, p. 193-196.

²⁷⁸ Posteriormente diversas bolsas de valores regionais encerraram suas atividades, enquanto a BVPR e a BVRG foram incorporadas pela Bovespa, restando no ano de 2007 apenas a BOVMESB e a BVBA, com um volume de operações praticamente irrelevante. Em 2002, o controle da BVRJ foi adquirido pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), da qual passou a ser uma subsidiária integral.

anônima) de emissão da bolsa, podendo estabelecer o estatuto social da entidade direitos diferenciados de acesso de acordo com o número de títulos ou ações possuídas. Nessa medida, permissões de acesso mais amplas (por exemplo, um maior número de terminais de negociação ou de operadores no pregão de viva-voz) dependeriam da aquisição de um número maior de títulos patrimoniais, o que passou a resultar em uma diferenciação entre os próprios membros, de acordo com a participação de cada um na bolsa de valores.

Finalmente, paralelamente à Lei n.º 10.303/01 foi também editada a Medida Provisória n.º 8, de 31 de outubro de 2001, posteriormente convertida na Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Esta alterou o texto do art. 18 da Lei n.º 6.385/76, que dispunha acerca da competência do Conselho Monetário Nacional para editar normas sobre a organização das bolsas de valores. Com a alteração promovida, essa competência foi transferida para a Comissão de Valores Mobiliários, não apenas em relação às bolsas de valores, mas também no caso das bolsas de mercadorias e futuros.

Com base nessa mudança legislativa, posteriormente a Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007, que passou a regulamentar as bolsas de valores, sob um novo paradigma regulatório. Esse novo normativo será analisado em um capítulo à parte.

3.3.4. As bolsas de mercadorias e futuros

Após a edição da Resolução CMN n.º 922/84, foi constituída em São Paulo a Bolsa Mercantil e de Futuros (posteriormente, Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F), que começou suas atividades em janeiro de 1986, para a negociação de ouro no mercado à vista e contratos derivativos (inicialmente referenciados em ouro e no índice Bovespa, mas a relação de contratos cresceu ao longo do tempo).²⁷⁹ Não obstante, o tratamento regulamentar destinado à nova instituição não foi o mesmo observado para as bolsas de valores, visto que a Resolução CMN n.º 922/84 se circunscrevia à regulação das bolsas de valores. Todavia, após sua criação, foi editada a Resolução CMN n.º 1.190, de 17 de setembro de 1986.²⁸⁰

²⁷⁹ Sob o patrocínio da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, foi constituída a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), que iniciou suas atividades em novembro de 1984, mas teve vida efêmera.

²⁸⁰ Anteriormente à Resolução CMN n.º 1.190/86, o Decreto-lei n.º 2.286, de 23 de julho de 1986, já estabelecia que “Compete ao Conselho Monetário Nacional regulamentar os mercados mencionados no artigo anterior

A norma de 1986 não cuidava da organização e funcionamento das bolsas de mercadorias e futuros, limitando-se a (i) exigir que os modelos de contratos derivativos fossem previamente submetidos ao Banco Central do Brasil ou à Comissão de Valores Mobiliários, dependendo do caso; (ii) autorizar que as duas autarquias pudessem suspender a utilização de determinado contrato ou ordenar o cancelamento ou liquidação financeira de operações; e (iii) obrigar ao fornecimento das informações solicitadas pelos dois órgãos reguladores, no exercício de suas funções.

Com relação às bolsas de mercadorias e futuros, os efeitos da crise de 1989 também motivaram uma alteração na regulamentação em vigor. Ainda naquele ano foi editada a Resolução CMN n.º 1.645, de 6 de outubro de 1989, que promoveu algumas alterações na sistemática criada pela Resolução n.º 1.190/86. Dentre outras mudanças, passou-se a exigir que:

- a) as bolsas de mercadorias e futuros deveriam prever em suas normas internas mecanismos para evitar a ocorrência de situações anormais de mercado, que configurassem infrações a normas legais ou regulamentares, ou que caracterizassem práticas não-equitativas, fraude ou manipulação, sendo que os órgãos reguladores – Banco Central do Brasil ou Comissão de Valores Mobiliários – deveriam ser imediatamente cientificados das irregularidades detectadas pela bolsa;
- b) em casos de situação anormal do mercado, as autarquias poderiam decretar o recesso da bolsa;
- c) as bolsas de mercadorias e futuros deveriam promover a fiscalização de seus associados e manter à disposição das duas autoridades os resultados das investigações realizadas.²⁸¹

Outra mudança relevante sobreveio em 2001, com a edição da Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, que promoveu diversas alterações na regulação do mercado de

[mercados de liquidação futura], bem como as atividades das entidades que os administram e de seus participantes, expedindo normas sobre os contratos e as operações”. O mesmo diploma definiu como valores mobiliários os índices representativos de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários.

²⁸¹ Com relação à estrutura da bolsa de mercadorias e futuros, a Resolução CMN n.º 1.645/89 foi omissa, limitando-se a, além dos pontos citados e de repisar o que já constava de Resolução CMN n.º 1.190/86, exigir a elaboração de demonstrações financeiras e exigir parecer de auditores independentes, bem como fixar o exercício social.

capitais, ao ampliar de forma significativa os poderes da Comissão de Valores Mobiliários. O novo diploma alterou diversos dispositivos da Lei n.º 6.404/76, bem como da Lei n.º 6.385/76. No tocante às bolsas, a principal mudança foi a inclusão sob a competência regulamentar da CVM, da organização, funcionamento e das operações das bolsas de mercadorias e futuros.

A inclusão da nova categoria de bolsa foi acompanhada da inserção dos contratos derivativos sob a competência regulamentar da autarquia, independentemente do ativo subjacente. As bolsas de mercadorias e futuros também passaram a ser consideradas integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, bem como as corretoras de mercadorias e os operadores especiais que atuassem em seus recintos ou sistemas de negociação.

Concomitante à Lei n.º 10.303/01 foi também editada a Medida Provisória n.º 8, de 31 de outubro de 2001, posteriormente convertida na Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Essa medida provisória alterou o texto do art. 18 da Lei n.º 6.385/76, que dispunha acerca da competência do Conselho Monetário Nacional para editar normas sobre essa organização das bolsas de valores. Com a alteração promovida, essa competência foi transferida para a Comissão de Valores Mobiliários, não apenas em relação às bolsas de valores mas também no caso das bolsas de mercadorias e futuros.

Em face da ausência de regras mais detalhadas para as bolsas de mercadorias e futuros, a Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM n.º 362, de 5 de março de 2002, que, em dois artigos, informou que a Resolução CMN n.º 2.690/00 seria aplicável, “no que couber”, às bolsas de mercadorias e futuros. Na ementa da norma, esclareceu a CVM que se tratava de uma “regra transitória”, que, todavia, só foi suplantada mais de cinco anos depois, em 2007, quando foi editada a Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007, que passou a regulamentar a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de mercadorias e futuros.

3.3.5. A natureza jurídica das bolsas: a controvérsia doutrinária

Parte da controvérsia doutrinária concernente à natureza jurídica das bolsas de valores é relativa ao período anterior à Lei n.º 4.728/65. Com a reestruturação do mercado de capitais promovida por essa lei, a discussão foi superada em face da exigência regulamentar

para se constituíssem como associações civis (e, posteriormente, como sociedades anônimas, conforme visto). De qualquer maneira, cumpre efetuar aqui um breve registro sobre a discussão, resultante, segundo Mattos Filho, “[...] em parte à cópia apenas parcial, a partir do último quarto do século [XIX], do modelo então vigente da Bolsa de Paris, sem que, entretanto, se chegasse a caracterizar o corretor como servidor público e – o que é mais curioso – sem nunca se ter dito como seriam, nem como se caracterizariam, as bolsas de valores”.²⁸²

Um dos expoentes nessa discussão é o professor Oscar Barreto Filho, que, em artigo publicado no fim da década de 1950, observava que a natureza jurídica da bolsa deveria ser analisada a partir de três perfis: inicialmente, no seu aspecto subjetivo, se a bolsa deveria ser considerada uma pessoa jurídica de direito público ou privado; a seguir, no seu aspecto objetivo, considerada como estabelecimento ou complexo de bens; finalmente, no seu aspecto corporativo, como “a própria corporação dos corretores [...] formando um núcleo social organizado, em função de um objetivo econômico comum”.²⁸³

Após análise da legislação em vigor à época, concluiu o ilustre professor: “O simples exame da legislação desautoriza, pois, a qualificação da bolsa como pessoa jurídica, de direito público ou de direito privado [...]. Todas as vezes que as leis empregam a expressão ‘bolsa’ fazem-no em sentido instrumental, querendo com ela significar o lugar onde se exerce a atividade profissional dos corretores e o conjunto de bens necessários para o exercício desta atividade [...]”.²⁸⁴

A consulta a outros doutrinadores revela interpretações diversas. Waldemar Ferreira entende que a bolsa constituiria “instituto público, erigido por descentralização da administração pública” e que externaria “os característicos peculiares aos chamados entes autárquicos institucionais”, com fontes de receita e orçamento próprios. Colaboram para essa conclusão os seguintes fatos: (i) a bolsa de valores foi “criada por lei federal” e é por esta regulada, tanto no aspecto orgânico quanto funcional; (ii) tem por objeto a prestação de um

²⁸² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 30.

²⁸³ BARRETO FILHO. *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*, p. 14.

²⁸⁴ BARRETO FILHO, op. cit., p. 15. Completa o autor: “Ora, se a titularidade das relações jurídicas externas da corporação dos corretores continua a incidir sobre os indivíduos singulares que a compõem, visto que as operações da bolsa se estabelecem entre comitentes e corretores, não há que se falar em personalidade jurídica dessa corporação. Do mesmo modo, a Câmara Sindical, como órgão diretivo da corporação dos corretores, existe principalmente para efeitos internos [...]” (p. 17).

serviço público relevante; e (iii) os prestadores de serviço são oficiais públicos, nomeáveis e demissíveis pelo presidente da república.²⁸⁵

Por sua vez, em avaliação da Lei n.º 2.146/53 e da legislação anterior, Pontes de Miranda não reconhece a personalidade jurídica das bolsas, por entendê-las apenas como o elemento espacial, o lugar de realização dos negócios, o que, por si só, não autorizaria atribuir-lhe um caráter subjetivo. Mesmo a ingerência estatal observada na legislação não tornaria as bolsas autarquias ou instituições paraestatais. O texto da Lei n.º 2.146/53, que inaugurou o uso da expressão “órgão auxiliar”, não implica a personalização da bolsa. Caberia apenas a discussão quanto à personalidade jurídica da Câmara Sindical.²⁸⁶

Diante da incerteza doutrinária e jurisprudencial, conclui Mattos Filho: “Todo este emaranhado parece advir da legislação, que, ao sabor dos adventos momentâneos, foi-se acumulando por camadas sucessivas, desfigurando e confundindo a natureza jurídica das Bolsas de Valores”.²⁸⁷

Como já comentado, a confusão em torno da natureza jurídica das bolsas reinou até década de 1960. A Lei n.º 4.728/65 não eliminou todas as controvérsias, mas, para determinados pontos, reconhece a doutrina que a nova lei representou um avanço, apesar de ter algumas imprecisões. Em primeiro lugar, estabeleceu o legislador que as bolsas teriam “autonomia administrativa, financeira e patrimonial” e que competiria ao Conselho Monetário Nacional estabelecer as normas gerais de constituição, organização e funcionamento de tais entidades, inclusive quanto à forma jurídica a ser adotada. Ao editar a Resolução CMN n.º 39, de 20 de outubro de 1966, o Conselho estabeleceu que as bolsas seriam constituídas sob a forma de “associações civis, sem finalidade lucrativa” (art. 1º).

3.4. A bolsa e a legislação em vigor

Conforme visto, a regulação das bolsas no país passou por três grandes mudanças a partir da década de 1960. Inicialmente, com o advento da Lei n.º 4.728/65, que

²⁸⁵ FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, v. 11, p. 254.

²⁸⁶ Completa o autor: “No fundo, as bolsas foram precisões de localização e de reunião. A evolução foi no sentido de maior organização e eficiência. Bolsa é apenas a forma mais desenvolvida, mais típica, mais funcionante, da praça [de comércio]”. (PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*, v. 43, p. 419-421).

²⁸⁷ MATTOS FILHO. *Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores*, p. 29.

atribuiu competência ao Banco Central do Brasil e ao Conselho Monetário Nacional para tratarem da matéria, nas respectivas esferas e especificamente em relação às bolsas de valores. Uma segunda mudança foi observada com a edição da Lei n.º 6.385/76 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, que, dentre outras funções, assumiu o papel do Banco Central do Brasil em matéria de mercado de capitais. E finalmente, com a edição das Leis n.ºs 10.303/01 e 10.411/02, que incluíram as bolsas de mercadorias e futuros sob a competência regulamentar da CVM e transferiram a competência normativa em matéria de bolsas do Conselho Monetário Nacional para esta autarquia.

Julian Chediak entende que a mudança de parte da competência regulamentar do CMN para a Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito do mercado de valores mobiliários, era necessária. Do contrário, a propalada independência da CVM seria vulnerada pela edição de normas pelo Conselho Monetário Nacional, o que seria um evidente despropósito.²⁸⁸

As alterações legislativas promovidas em 2001 e 2002 foram significativas. O mercado sob a competência regulamentar da CVM incluiria as operações com derivativos, que passaram a ser considerados valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei n.º 6.385/76. Por sua vez, os membros do Colegiado da CVM contariam com mandatos por período fixo e estabilidade no cargo, com aprovação de seus nomes pelo Senado Federal. A CVM tornou-se uma entidade autárquica sob regime especial, sendo reforçada sua autonomia financeira, administrativa e patrimonial e a ausência de subordinação hierárquica.

Santos *et al.* registram que o fundamento constitucional do poder regulamentar da CVM se encontra positivado no art. 174 da Constituição de 1988, segundo o qual “como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento [...]”, estando a base legal deste poder está no inciso I do art. 8º da Lei n.º 6.385/76, ao estabelecer que compete à CVM regulamentar as

²⁸⁸ CHEDIK, Julian F. P. *A reforma do mercado de valores mobiliários*, p. 540. Sobre a mudança de competência do CMN para a CVM, Antônio Kandir registrou à época da edição da Lei n.º 10.303/01: “Diversas das atribuições antes conferidas ao Conselho Monetário Nacional foram transferidas para a CVM, que teve sensível aumento de seu poder normativo. De fato, não mais se justificava a manutenção de certas competências no âmbito do referido Conselho, como a de editar normas relativas à constituição e funcionamento das bolsas de valores, tendo em vista que somente a CVM tem o domínio técnico e o conhecimento das peculiaridades do mercado bursátil”. (KANDIR, Antônio. *A nova CVM e a modernização da Lei das S.A.*, p. 9.)

matérias previstas na própria Lei n.º 6.385/76 e na lei de sociedades por ações.²⁸⁹ Também, o art. 1º estabelece que serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com a Lei n.º 6.385/76 “a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores” (inciso IV) e “a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros” (inciso V).

Ainda em sede constitucional, a doutrina destaca a necessidade de proteção da livre iniciativa, da livre concorrência e da propriedade privada, de modo que a regulação deve respeitar a necessidade de manutenção de uma economia de mercado. Na análise das bases constitucionais da regulação do mercado de valores mobiliários, outras referências são ainda encontradas à necessidade de estruturação do sistema financeiro nacional (art. 192 da Constituição da República), à fiscalização das operações de natureza financeira, seguros e previdência privada (art. 21, inciso VIII) e à competência da União Federal para legislar sobre sistemas de poupança, captação e garantia da poupança popular (art. 22, XIX). Com efeito, poder-se-ia concluir que “[...] da leitura dos dispositivos específicos conjugada com a interpretação dos princípios gerais é possível inferir que o Estado brasileiro tem liberdade e dever de intervir no mercado de valores mobiliários visando à consecução dos princípios constitucionais, sempre porém dentro dos limites impostos pelo mesmo texto, ou seja, sem dirigismo econômico”.²⁹⁰

O art. 4º da Lei n.º 6.385/76 apresenta as finalidades que devem ser perseguidas pela CVM no exercício de suas funções. Dentre elas, estão “estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários” (inciso I); “promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações” (inciso II); “assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão” (inciso III); “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado” (inciso V); “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados” (inciso VI); e “assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado” (inciso VII). Todos esses objetivos, de forma mais direta ou oblíqua, afetam a regulação aplicável às bolsas de valores e às bolsas de mercadorias e futuros.

²⁸⁹ SANTOS, Alexandre P. dos; WELLISCH, Julya S. M.; BARROS, José Eduardo G. *Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários*, p. 81.

²⁹⁰ DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*, p. 117.

É certo que os objetivos apresentados no art. 4º da Lei n.º 6.385/76 harmonizam-se com os princípios informadores da regulação do mercado de valores mobiliários, já explorados em seção anterior deste trabalho. Sem perder de vista estes objetivos em matéria de regulação das bolsas, a Lei n.º 6.385/76 é ainda mais específica, relativamente ao papel da CVM.

O art. 18 da mesma lei (com redação dada pelas Leis n.ºs 10.303/01 e 10.411/02) apresenta uma relação extensa de matérias que deveriam ser necessariamente objeto de regulamentação pela autarquia, no tocante à organização, ao funcionamento e às operações nas bolsas:

Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - editar normas gerais sobre: [...]

c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, [...] forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;

d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas [...] no que se refere às negociações com valores mobiliários[...], sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão;

e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa;

f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas [...] ou seus membros, quando for o caso; [...]

h) condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento.

II - definir:

*a) as espécies de operação autorizadas na bolsa [...]; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações; [...]*²⁹¹

²⁹¹ O texto original do artigo era o seguinte: “Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - propor ao Conselho Monetário Nacional a aprovação de normas gerais sobre: a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no Art. 16, e respectivos procedimentos administrativos;

Os tópicos acima referidos no art. 18 da Lei, conforme já visto, à época da Lei n.º 6.385/76, constavam do texto da Resolução CMN n.º 39/66, sendo a competência original para o tratamento dessas questões do próprio Conselho Monetário Nacional, a partir de propostas da CVM. Após a edição da Lei n.º 10.303/01, o texto do art. 18 ganhou a conformação atual, além de o comando legal de regulamentar as matérias referidas no dispositivo em questão ter sido cumprida com a edição da já mencionada Instrução CVM n.º 361/07.

Por sua vez, o art. 17 da Lei n.º 6.385/76 estabelece que, *in verbis*:

Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

*§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.*²⁹²

A doutrina apresenta uma discussão acerca do alcance e da interpretação adequada desse dispositivo. Nelson Eizirik registra que “[...] se há na legislação em vigor razoável clareza quanto ao alcance da competência reguladora da CVM referentemente às Cias

b) condições de idoneidade, capacidade financeiras e habilitação técnica a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e os agentes autônomos, no exercício das atividades mencionadas na alínea anterior; c) condições de constituição e extinção das bolsas de valores, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento; d) exercício do poder disciplinar pelas bolsas, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa; f) administração das bolsas; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas bolsas ou seus membros, quando for o caso; g) condições de realização das operações a termo; II - definir: a) as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações; b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores; c) normas aplicáveis ao registro de operações a ser mantido pelas entidades do sistema de distribuição (Art. 15)”.

²⁹² A redação do caput foi dada pela Lei n.º 10.303/01, que ainda renumerou o primitivo parágrafo único para §1º. A redação do §2º foi vetada pelo presidente da República.

Abertas e intermediários financeiros [...], sua relação com as Bolsas de Valores não tem os contornos muito nitidamente estabelecidos”.²⁹³ A maior parte da controvérsia diz respeito aos limites da “autonomia administrativa, patrimonial e financeira”, ao papel de “supervisão” da CVM, ao alcance da expressão “órgão auxiliar” e ao dever de fiscalização das bolsas.²⁹⁴

Parte da discussão está polarizada entre, de um lado, Arnoldo Wald e Nelson Eizirik e, de outro, Fábio Konder Comparato. Os primeiros sublinham que as bolsas possuem natureza privada e corporativa, com um modelo de auto-regulação voluntária que tem origem em organizações medievais: “[...] os membros de determinada corporação criavam, voluntariamente, ‘convênios reguladores de mercado’, monopólios voluntários e cartéis de preços entre si, com vistas a uma autoproteção, bem como à preservação de padrões de conduta compatíveis com o desenvolvimento dos negócios”.²⁹⁵

Wald e Eizirik acrescentam que “[...] ainda que, em alguns países, a legislação tenha delegado às Bolsas certos poderes de fiscalização e sobre elas exerçam as autoridades governamentais determinado nível de supervisão, tais fatos não desnaturam a natureza essencialmente privada”. No caso brasileiro, não obstante o legislador entender que as bolsas seriam “órgãos auxiliares” da Comissão de Valores Mobiliários, os dois autores interpretam que estas seriam “entidades de cooperação” e, portanto, “a Bolsa não é um serviço público”. Assim, a lei lhe asseguraria ampla liberdade de atuação e lhe permitiria decidir de forma autônoma e independente todas as questões ligadas à sua administração “e que não envolvam matéria de interesse público”.²⁹⁶

Ainda segundo essa vertente, haveria uma aparente contradição entre a “autonomia” referida pela Lei n.º 6.385/76 e o papel de “órgão auxiliar” da CVM. Com efeito, pelo menos a princípio o caráter autônomo significaria que a bolsa teria liberdade para decidir sobre todas as questões relativas a seus interesses administrativos, financeiros e patrimoniais. De outro lado, a supervisão exercida pela CVM limitar-se-ia à orientação e inspeção das atividades bursáteis, sem que haja uma relação de subordinação, que certamente comprometeria a autonomia da instituição. Completam Wald e Eizirik: “[...] o ato de

²⁹³ EIZIRIK, Nelson. *Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários*, p. 58.

²⁹⁴ Conforme visto, a expressão “órgão auxiliar” já constava da Lei n.º 2.146/53, mas foi omitida na Lei n.º 4.728/65.

²⁹⁵ WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. *O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado*, p. 6-7.

²⁹⁶ WALD; EIZIRIK, op. cit., p. 16-17, 20-21.

supervisionar não compromete, de modo algum, a autonomia do órgão que a esse ato esteja submetido – caso contrário, seria com ela incompatível. Tal supervisão refere-se, tão-somente, à orientação e verificação, por parte da entidade supervisora do cumprimento dos objetivos e finalidades do ente supervisionado”.²⁹⁷

Por sua vez, Fábio Konder Comparato entende que “a margem de autonomia da vontade de seus fundadores é reduzidíssima”, pois o exame da legislação aplicável (no caso, a Lei n.º 6.385/76 e, à época da elaboração de seu parecer, a Resolução CMN n.º 922/84) “autoriza o intérprete a concluir que as Bolsas de Valores, em nosso sistema de mercado de capitais, exercem um autêntico serviço público”²⁹⁸, uma vez que deve ser assim considerado qualquer serviço que tende à realização de um interesse público.

Nessa medida, as bolsas de valores seriam pessoas jurídicas de direito privado, incumbidas por lei do exercício de um serviço público. Assim, tais entidades não teriam liberdade para exercer atividades não autorizadas. E acrescenta Comparato: “A estreita margem de autonomia dos fundadores da bolsa pode, aliás, ser totalmente suprimida [...] Não só o número de membros, mas o patrimônio social, o sistema de fiscalização, a modalidade e forma dos negócios a serem realizados e o sistema de registro, compensação e liquidação de operações podem ser especificados pela Comissão de Valores Mobiliários”.²⁹⁹

Análise e conclusões semelhantes são apresentadas por Celso Antônio Bandeira de Mello, em parecer sobre o tema. No entender do administrativista, enquanto órgãos auxiliares da CVM, as bolsas de valores seriam delegadas de função pública, do que decorreriam algumas conseqüências importantes. Seus objetivos sociais não poderiam ser ampliados, de forma a desenvolverem atividades estranhas a seu objetivo precípua, que seria circunscrito ao mercado de títulos e valores mobiliários.

E Bandeira de Mello acrescenta: “[...] como delegadas de função pública, as Bolsas de Valores auferem ‘os emolumentos, comissões e quaisquer outros custos’ [...]. Estes recursos lhes são reconhecíveis em face da missão pública que lhes cabe e para benefício daquela missão. Segue-se que não podem ser desviados para outras finalidades nem

²⁹⁷ WALD; EIZIRIK, *O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado*, p. 20.

²⁹⁸ COMPARATO, Fábio K. *Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto*, p. 322-323.

²⁹⁹ COMPARATO, op. cit., p. 321.

comprometidos ou consumidos em objetivos alheios à razão de existir das bolsas de valores”.³⁰⁰

Sobre o art. 17, a própria CVM já se manifestou em algumas ocasiões. Na análise do processo RJ2004/6153, em 31 de maio de 2005, registrou o diretor relator Sérgio Weguelin:

*[...] nunca é demais lembrar que o § 1º do art. 17 da Lei n.º 6.385/76 deixa claro que as bolsas de valores são órgãos auxiliares da CVM. Assim sendo, em que pese sua personalidade jurídica de direito privado e sua autonomia administrativa, financeira e patrimonial (elementos essenciais ao conceito de auto-regulação), as Bolsas devem exercer os poderes que lhes foram delegados com as mesmas finalidades que orientam a CVM [...]. Lembro ainda que a delegação de poderes às entidades auto-reguladoras não exime da CVM a responsabilidade primária pela regulação do mercado de valores mobiliários, cabendo-lhe exercer a supervisão sobre as bolsas quando o interesse da regulação se mostrar ameaçado.*³⁰¹

Nesse mesmo sentido, tem-se a posição sustentada por Alexandre Zanotta, de que “[...] a maior preocupação da Administração no seu poder de supervisão da atividade auto-reguladora deve ser, porém, a garantia de que o interesse público seja preservado e não subjugado aos interesses privados da associação”.³⁰²

Nesse particular, a interpretação não é nova. Já em 1985, a Procuradoria Jurídica da autarquia se manifestava nos seguintes termos:

Convém trazer a exame uma [...] linha de entendimento, que posiciona a Bolsa de valores como organismo que exerce função quase-pública, função desta que decorre dos termos da delegação de poderes conferida pela própria Lei n.º 6.385/76. [...] O sistema legal vigente deixa à auto-regulação um espaço meramente residual, na medida em que dá competência ao Poder público para expedir normas sobre constituição e administração das bolsas, exercício do poder disciplinar sobre os seus

³⁰⁰ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Natureza jurídica das bolsas de valores*, p. 222. O art. 18, inciso XII da Resolução CMN n. 922 foi posteriormente alterado pela regulamentação superveniente. Já o trecho do art. 18 da Lei n.º 6.385/76 permanece em vigor.

³⁰¹ Conforme voto do Diretor relator no processo CVM n.º RJ2004/6153, julgado em 27 de dezembro de 2005.

³⁰² ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*, p. 88.

*membros, espécies de operações que possa realizar e [...] sobre o ‘número de sociedades corretoras, membros da bolsa, requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa [...].*³⁰³

Por sua vez, no tocante à questão de auto-regulação, a lei é expressa no sentido de que aquela se consubstancia em um dever das bolsas, conforme já discutido em capítulo anterior. Inicialmente, registre-se que esse dever está circunscrito aos membros e às operações realizadas nas próprias bolsas. Os limites dessa atuação também já foram delineados pela CVM.

Por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador 32/98, ocorrido em 6 de maio de 2004, no qual a Bolsa de Valores de Minas, Espírito Santo e Brasília e seu diretor-geral foram absolvidos da acusação de omissão na fiscalização de certas operações. O Diretor Relator do caso registrou que (i) não cabe ao órgão regulador apreciar o mérito de decisões do auto-regulador, relativamente a processos de natureza punitiva; (ii) o poder das bolsas não exclui o da CVM (até por disposição expressa neste sentido, conforme o art. 8º, §1º da Lei n.º 6.385/76); e (iii) caso entenda insuficientes ou inapropriadas as punições aplicadas pelo auto-regulador, cabe à CVM adotar as medidas que considerar mais convenientes.³⁰⁴

³⁰³ BOCATER, Maria Isabel do Prado. *PARECER CVM/SJU nº 74 /1985*, p. 10.

³⁰⁴ O voto do diretor-relator no processo apresentou ainda os seguintes argumentos: “É meu entendimento que quando o regulador (no caso o Conselho Monetário Nacional) defere à auto-regulação competência para instaurar inquéritos e processos administrativos, naturalmente não autoriza ao regulador que adote procedimentos contra o ente auto-regulador porquanto divirja das medidas que adotou. Evidentemente, caso nenhuma medida tenha sido adotada, pode a CVM questionar este fato. De outro lado, não pode a CVM pretender punir o auto-regulador quando diverge da medida adotada pelo auto-regulador. Não me parece que caiba julgar o julgamento. O auto-regulador tem competência para tomar as medidas que entender conveniente e se as medidas tomadas são diferentes daquelas que a CVM entende adequadas, é uma questão de julgamento, de opinião e daí não advém, segundo penso, responsabilidade disciplinar. E não é por outra razão, aliás, que a regulação dispõe expressamente que o poder disciplinar das bolsas de valores não exclui o da CVM e sendo assim a CVM pode adotar os procedimentos que entender adequado, como aliás o fez no presente caso. [...] E eu tenho aqui uma posição, que repito não é nova, que quando se delega para a auto-regulação — e nesse sentido, num primeiro momento, pelo menos, quem delega abre mão de exercer o julgamento — não compete, no meu modo de ver, por discordar do julgamento e entender que um ou outro caminho deveria ser tomado ou seria mais indicado, por isso punir a pessoa que exerceu seu julgamento de uma forma razoável, ainda que não seja, no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários ou de quem quer que seja, o julgamento que entende melhor. Essas cabeças podem pensar diferentemente. Então, dessa forma, tendo em vista que foram tomados e adotados os procedimentos, eu entendo que não cabe à CVM, nesse caso específico, fazer o juízo de valor a respeito do julgamento e dos atos tomados pela Bolsa de Valores”. (PAS 32/98, de relatoria do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 6 de

3.5. Conclusão parcial

Conforme visto, as bolsas são o resultado de um longo processo evolutivo, que teve início há alguns séculos. Observa-se que essa evolução obedeceu a uma dinâmica diferenciada, de acordo com o caso sob estudo. Nos casos de Nova York e Londres, o surgimento das bolsas ocorreu de forma completamente independente da atuação estatal. Aliás, no caso americano, as barreiras impostas pelo próprio Estado à indústria da corretagem foram um grande incentivo à criação da bolsa, uma vez que os corretores viram-se impossibilitados de recorrer ao amparo estatal para a solução de eventuais conflitos. De outro lado, no caso da Bolsa de Valores de Paris, sua criação e funcionamento ocorreram por iniciativa governamental, e a atividade de corretagem e o funcionamento da bolsa sempre dependeram da aquiescência do Estado.

No caso brasileiro, como já destacado pela doutrina, é inegável a influência do modelo da bolsa francesa nas origens das bolsas brasileiras. O uso de algumas expressões e institutos derivados do modelo francês, como o “sindicato” e a “câmara sindical” são uma boa ilustração dessa influência. A exemplo do ocorrido na França, a atuação do Estado também foi muito intensa, com indícios de que foi inicialmente motivada por interesses tributários e de política econômica.

No plano internacional, um fato inegavelmente marcante foi a regulamentação editada nos Estados Unidos após a crise de 1929, em especial o *Securities Exchange Act*. No Brasil, um marco institucional de maior relevo veio a ser observado apenas na década de 1960, com a edição da Lei n.º 4.728/65 e das diversas resoluções do Conselho Monetário Nacional que passaram a regulamentar a organização e o funcionamento das bolsas de valores.

Curiosamente, o modelo brasileiro de organização não se alterou de forma significativa por mais de vinte anos, pois apenas em 2007 o paradigma regulatório criado em 1966, com a edição da Resolução CMN n.º 39/66, foi rompido. Ainda que o mercado de capitais brasileiro tenha passado por inúmeras crises e transformações ao longo desse período,

maio de 2004). A interpretação da CVM foi posteriormente confirmada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, por maioria de votos, na 276ª Sessão de julgamentos, de 27 de setembro de 2007.

as bolsas de valores continuaram a se organizar de forma relativamente semelhante àquela instituída a partir das reformas da década de 1960.

É de se ressaltar, contudo, o absoluto descaso das autoridades reguladoras do mercado com a regulação das bolsas de mercadorias e futuros, em especial no período anterior à reforma do mercado de capitais de 2001. Ainda que as referidas bolsas sejam instituições relativamente jovens (a Bolsa de Mercadorias & Futuros foi fundada na década de 1980), em razão de sua importância para o mercado, não se justifica a omissão do Estado na regulamentação da sua estrutura e funcionamento, o que veio a ocorrer, ainda que parcialmente, apenas em 2002.

De outro lado, é de se louvar a iniciativa do legislador em 2001, com a alteração da competência para a regulamentação das bolsas, do Conselho Monetário Nacional para a Comissão de Valores Mobiliários, de forma que a autarquia encarregada do acompanhamento cotidiano das atividades das bolsas passou a ter poderes normativos acerca de sua constituição, organização e funcionamento.

CAPÍTULO IV. AS TRANSFORMAÇÕES RECENTES

4.1. As alterações ocorridas nas formas de organização das bolsas

4.1.1. A experiência internacional

Ao contrário do observado no Brasil, país no qual o processo de desmutualização data de 2007, no exterior as bolsas estabelecidas como entidades com fins lucrativos não chegam a ser uma novidade. A primeira bolsa a ser constituída sob a forma de uma sociedade anônima teria sido a Bolsa de Valores de Estocolmo, em 1993. Até então todas as bolsas minimamente relevantes no contexto internacional estavam estruturadas sob a forma de entidades sem fins lucrativos.³⁰⁵

No caso sueco, a desmutualização foi motivada precipuamente pela ambiente de concorrência a que a Bolsa de Valores de Estocolmo estava sujeita: de 1987 a 1990 seu volume negociado caiu em um terço, por conta da migração da liquidez para o mercado de Londres. O processo de desmutualização ocorreu por etapas: inicialmente, houve a conversão da bolsa em uma companhia, mas a negociação pública das ações de sua emissão iniciou-se apenas em 1998. Sem surpresa, a Bolsa de Estocolmo foi a primeira a admitir acesso direto a seus sistemas de negociação, bem como a franquear acesso a intermediários estabelecidos no exterior. A experiência pode ser considerada bem-sucedida: nos dois anos subseqüentes à desmutualização, o volume negociado quadruplicou e o valor de mercado das ações cresceu mais de seis vezes.³⁰⁶

A partir dessa data, as mudanças passaram a ocorrer de forma relativamente rápida, inicialmente nos países mais desenvolvidos, especialmente europeus, disseminando-se posteriormente para aqueles considerados “emergentes”.³⁰⁷ No caso da Europa, na esteira das diversas iniciativas de desmutualização que foram observadas por todo o continente, um dos

³⁰⁵ FLECKNER, Andreas M. *Stock exchanges at the crossroads*, p. 2.554.

³⁰⁶ THORWARTL, Ulrike. *Judgmental analysis of literature on stock exchanges mergers and alliances in Europe*, p. 94.

³⁰⁷ Algumas das bolsas de valores que passaram pelo processo de desmutualização foram: Estocolmo (1993), Helsinque (1995), Copenhague (1996), Milão (1997), Amsterdã (1997), Sydney (1998), Islândia, Atenas e Viena (1999), Nasdaq, Londres, Kong Kong, Cingapura, Toronto, *Euronext* (2000), Tóquio (2001), *Chicago Mercantile Exchange* e Nova Zelândia (2002).

caso de maior impacto foi a criação da *Euronext*, no ano 2000, a partir da fusão das bolsas de Paris, Amsterdã e Bruxelas, às quais se juntou logo depois a Bolsa de Valores de Lisboa. Posteriormente a sua abertura de capital em 2001, a empresa resultante incorporou a bolsa de derivativos de Londres e mais recentemente uniu-se à Bolsa de Valores de Nova York.

Nos Estados Unidos a tendência à desmutualização enfrentou algumas dificuldades, derivadas de particularidades observadas nos mercados locais. Em termos comparativos, pode-se dizer que as bolsas americanas ingressaram tardiamente no processo. Diversos fatores colaboraram nesse atraso nas mudanças.

A princípio é preciso se destacar que o *Securities Exchange Act* exigia que as bolsas possuíssem uma estrutura tradicional de membros, e que esses membros deveriam pertencer a uma categoria específica de instituições (*broker-dealers*). A mesma definição podia ainda ser encontrada em certas decisões judiciais e mesmo na doutrina.³⁰⁸ Pelo menos no início, a limitação exigiria uma alteração legislativa ou alguma medida administrativa da *Securities and Exchange Commission* (SEC) no sentido de isentar certas instituições do cumprimento dessa exigência.

A solução para a questão é apresentada por Andreas Fleckner, que diferencia as figuras de membro e de acionista. Segundo essa interpretação, o que o *Securities Exchange Act* exige é que a bolsa seja administrada no sentido de atender às necessidades dos seus membros, aqueles com acesso aos sistemas de negociação, e que estes participem da administração da instituição. Mas a lei americana não exigiria que esses membros também fossem acionistas, com direito à participação nos lucros sociais (*residual claims*). Quanto à presunção do *Securities Exchange Act* de que a bolsa de valores deveria ser uma entidade sem fins lucrativos, a questão teria ficado superada com o advento da *Regulation ATS*, que passou a admitir explicitamente a figura da bolsa de valores com fins lucrativos.³⁰⁹

³⁰⁸ No caso *Silver vs. New York Stock Exchange*, referido no capítulo I deste trabalho, a Suprema Corte Americana definiu as bolsas como instituições que, por sua natureza, contam com um número limitado de membros e cada um deles desempenha um certo papel na condução das atividades da bolsa. Já no caso *Board of Trade of the City of Chicago v. SEC*, também referido anteriormente, o tribunal reconheceu que a lei exige que uma bolsa seja controlada por seus participantes, que, por sua vez, devem estar registrados como corretores ou pessoas associadas. A doutrina também reconhece que a exigência de uma organização sem fins lucrativos, administrada em benefício de seus membros, estava contida no *Securities Exchange Act*. Nesse sentido, vide COFFEE JR. John C.; SELIGMAN, Joel. *Securities regulation*, p. 630.

³⁰⁹ FLECKNER, Andreas M. *Stock exchanges at the crossroads*, p. 2.556.

A primeira instituição norte-americana a tentar a mudança de forma organizacional foi a *Pacific Stock Exchange* (PCX), em 1999, por meio da criação de uma subsidiária com fins lucrativos que assumiu atividade de negociação de ações, anteriormente a cargo da própria bolsa (que permaneceu como controladora), embora a própria bolsa viesse efetivamente a se desmutualizar apenas em 2004. Posteriormente, a PCX associou-se à *Archipelago Holdings*, que administrava um sistema alternativo de negociação (*Alternative Trading System - ATS*), para a criação de uma bolsa, a *Archipelago Exchange*, que assumiu as atividades da já referida subsidiária da PCX e obteve seu registro de companhia aberta, com lançamento de ações ao público, em 2004. Outras bolsas de valores americanas também alteraram as suas respectivas formas organizacionais na mesma época: a *Philadelphia Stock Exchange*, em 2004, e a *Chicago Stock Exchange*, em 2005.

No caso da *New York Stock Exchange* (NYSE), o processo foi demorado e complexo, sendo concluído apenas na primavera de 2005. Historicamente os membros da NYSE sempre apresentaram obstáculos ao desenvolvimento do processo de mudança de organização das bolsas, mas as resistências terminaram vencidas em 2005. Há pelos menos três motivos que incentivaram essa mudança naquele ano: (i) investigações então em curso sobre possíveis irregularidades praticadas pela bolsa ou pelos participantes que lá atuavam; (ii) a má repercussão dos problemas que envolveram a remuneração de seu então principal executivo, Richard Grasso, que levantaram dúvidas quanto aos procedimentos de governança adotados pela NYSE³¹⁰; e (iii) a queda nos preços dos títulos que autorizavam acesso à bolsa, que haviam perdido metade de seu valor desde o valor máximo observado no ano de 2000.³¹¹ A desmutualização da NYSE ocorreu por meio de uma fusão da antiga bolsa com a *Archipelago Holdings* e a subsequente listagem das ações da companhia resultante, a NYSE Group, Inc., controladora da NYSE e da *Archipelago Exchange*.

Pode-se dizer que hoje as bolsas desmutualizadas predominam. Segundo levantamento efetuado pela Federação Internacional das Bolsas, em 2005 mais de 60% das

³¹⁰ Em agosto de 2003, a NYSE promoveu a divulgação pública da remuneração total paga a Richard Grasso, nos anos de 1999 a 2002, que atingiu mais de 80 milhões de dólares. O valor causou grande repercussão negativa e o executivo renunciou a seu cargo três semanas depois. A questão provocou grande debate sobre a forma de remuneração dos executivos de entidades sem fins lucrativos, explorada por PENSKI, Rachel. *The case of CEO Richard Grasso and the NYSE*, p. 340 e ss.

³¹¹ As três questões são sugeridas por FLECKNER, Andreas M. *Stock exchanges at the crossroads*, p. 2.558.

bolsas nas Américas possuíam a estrutura de entidades com fins lucrativos. Na Ásia esse percentual atingia 70% e quase 80% nas demais regiões do mundo, incluindo a Europa.³¹²

4.1.2. O caso brasileiro

Conforme já observado, as bolsas brasileiras concluíram o processo de desmutualização no ano de 2007, com a constituição da Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A., que posteriormente obteve registro de companhia aberta e da Bolsa de Valores de São Paulo S.A., esta última controlada pela companhia aberta Bovespa Holding S.A. Ao analisarmos as mudanças ocorridas em outros países a esse respeito, observa-se que, em certa medida, o processo de desmutualização chegou tardiamente ao Brasil, em especial quando observada evolução das transformações nos países mais desenvolvidos.

Ao contrário do observado em outros países, no Brasil não houve um espaço de tempo muito significativo entre a desmutualização – considerado aqui como o início da exploração da atividade por uma companhia aberta, e a subsequente abertura de capital e início da negociação das ações no mercado. No caso da Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A., suas atividades tiveram início em 1º de outubro de 2007 e as ações começaram a ser negociadas em 30 de novembro de 2007. Já no caso da Bolsa de Valores de São Paulo S.A., as suas atividades como sociedade anônima tiveram início em 28 de agosto de 2007 e a negociação em bolsa de ações de sua controladora, Bovespa Holding S.A., em 26 de outubro de 2007.

Por ocasião do lançamento das ações no mercado, nos dois casos, houve significativa participação de investidores individuais: no caso da BM&F S.A., participaram da oferta pública inicial mais de 250 mil investidores e o valor total da distribuição pública envolveu R\$ 5,9 bilhões. No caso da Bovespa Holding S.A., o número foi próximo de 65 mil investidores diferentes, com um volume total de R\$ 6,6 bilhões.

Convém destacar que em ambos os casos não houve uma oferta primária de ações e sim secundária, exclusivamente de ações ordinárias. Ou seja, não houve entrada de novos recursos para as duas companhias, pertencendo as ações vendidas aos antigos

³¹² WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, *Annual report and statistics 2006*, p. 24.

proprietários de títulos de cada uma das bolsas – basicamente instituições financeiras, corretoras de valores e de mercadorias, operadores especiais e pessoas ligadas (controladores, administradores e outros). Ou seja, a venda das ações propiciou aos acionistas das duas sociedades a venda de parcela (ou da totalidade) de suas participações acionárias, sem que tenha ocorrido captação de novos recursos para investimentos. A expectativa de ganhos para os proprietários de títulos já poderia ser sentida antes mesmo da troca por ações. Em junho de 2006 o título patrimonial da Bovespa foi negociado por R\$ 1,45 milhão, enquanto em maio de 2007, menos de um ano depois, com a expectativa dos ganhos com a abertura de capital, o valor do título alcançou R\$ 7,6 milhões. No lançamento dos papéis da Bovespa no mercado, as ações possuíam um valor patrimonial de cerca de R\$ 2,00, mas o preço da oferta foi fixado em R\$ 23,00.³¹³

A despeito de ter ocorrido apenas em 2007, a questão da desmutualização não era nova para as bolsas brasileiras. O interesse de realizá-la era manifesto, pelo menos desde 2006.³¹⁴ As justificativas oficiais para a iniciativa variavam. Em seu “Relatório Anual” de 2006, a Bovespa observou que o processo de desmutualização ocorreria como “[...] conseqüência do acirramento da concorrência entre mercados, pela listagem das companhias e pelos fluxos de investimento internacionais”.³¹⁵

Com a adoção da nova forma de sociedade anônima, diversas medidas passaram a ser adotadas, no sentido de aumento das receitas, redução de custos e despesas, com conseqüente maximização do lucro. A Bovespa Holding S.A. anunciou o fim de diversos programas de subsídio às corretoras, como nos casos de suporte financeiro a ações de marketing e atualização tecnológica. Seria iniciada uma cobrança de “mensalidades” das corretoras, para manutenção do acesso aos sistemas de negociação, em valores de acordo com o volume de negócios gerado para cada uma delas. Seriam ainda revistos os valores das anuidades cobrados das companhias listadas. A BM&F S.A. também informou a necessidade de revisão de diversos incentivos financeiros às corretoras (em geral para aperfeiçoamento operacional), bem como dos descontos concedidos na cobrança de emolumentos.³¹⁶

³¹³ MARREY, Fábio. *Cheios de grana e planos*, p. 18.

³¹⁴ Vide declarações nesse sentido de executivos das duas instituições em HESSEL, Camila Guimarães. *Bolsa de valores S.A.*, p. 42-43.

³¹⁵ BOVESPA. *Relatório anual 2006*, p. 12.

³¹⁶ TORRES, Fernando. *Bovespa e BMF se preparam para a vida de S.A.*, p. 1.

4.2. As forças que motivaram as mudanças organizacionais das bolsas

Conforme observado em capítulo anterior, a tendência à disseminação da desmutualização em determinado setor da economia está atrelada a mudanças na sua dinâmica de funcionamento, em especial por conta de aumento da competição, que, por sua vez, pode ser motivado por diversos fatores distintos. No caso específico das bolsas, a questão foi extensamente estudada pela literatura, conforme se observará a seguir.

Conforme já visto, os processo de desmutualização das bolsas tiveram início em meados da década de 1990, com a experiência da Bolsa de Valores de Estocolmo. Uma fase em que as bolsas desfrutavam de verdadeiros monopólios foi substituída por um outro período na evolução das bolsas, caracterizado por uma competição mais intensa. Diversos fatores contribuíram para essa intensificação da competição.

No contexto europeu, uma das primeiras mudanças observadas ocorreu na Bolsa de Valores de Londres, ainda nos anos oitenta do século XX. A bolsa londrina promoveu diversas alterações em sua estrutura, que incluíram a liberdade de participação direta na negociação por bancos e outras instituições financeiras; a livre fixação na cobrança dos serviços de corretagem; o uso mais intensivo de computadores na divulgação de cotações e no recebimento de ofertas de compra e venda; e a redução na cobrança de emolumentos pela bolsa, com conseqüente diminuição dos custos de transação em cada operação. Ao mesmo tempo foi criado um sistema de negociação denominado *SEAQ International*, destinado à negociação de papéis de companhias estabelecidas fora do Reino Unido, que absorveu uma parte significativa do volume de operações nas bolsas da Europa continental.

Em reação à iniciativa inglesa, que se revelou bem-sucedida no seu início, diversas bolsas européias adotaram medidas no intuito de combater a concorrência oferecida por Londres. Em geral, as medidas adotadas por essas outras bolsas estavam atreladas não só à introdução de sistemas eletrônicos de negociação, que receberiam ofertas de compra e de venda de forma automatizada, mas também à redução das exigências para o ingresso de novos

membros e à mudança no patamar dos emolumentos cobrados, com o objetivo de redução dos custos de transação.³¹⁷

A integração europeia também tem sua parcela de contribuição no processo de intensificação da concorrência. A Diretiva de Serviços Financeiros, em vigor a partir de 1996, lançou as bases para a criação de um único mercado de valores mobiliários no contexto da União Europeia. Dentre outros aspectos, segundo prescreve a referida Diretiva, a integração dos mercados passou a ser encorajada, por exemplo, por meio do reconhecimento, por todos os países integrantes da União, de bolsas e intermediários estabelecidos em diferentes países-membro.

A mesma Diretiva determinava ainda que poderiam ser admitidos como membros de uma determinada bolsa instituições localizadas em outros países da União Europeia. Também determinou que haveria ampla liberdade de estabelecimento de novos intermediários financeiros, podendo esses intermediários oferecer seus serviços em quaisquer países da União Europeia.

Outro aspecto que também se destaca na questão da competição oferecida às bolsas diz respeito às conseqüências da adoção mais intensiva de tecnologia na realização de operações no mercado. A Bolsa de Valores de Toronto foi a primeira a realizar investimentos de peso no uso de computadores na negociação de ativos financeiros, ainda em 1977. Em termos práticos, com o uso mais intenso da tecnologia de informação, as tarefas de envio, recepção e execução de ordens e ofertas passaram a ser totalmente automatizadas, sem necessidade de interferência humana na sua consecução. Desde então, diversas outras instituições passaram a adotar a “negociação eletrônica” como padrão para a realização de operações, com o progressivo abandono dos tradicionais pregões de viva-voz.

Uma das conseqüências mais importantes do uso intensivo da eletrônica na negociação de ativos financeiros é a possibilidade de contornar eventuais limitações decorrentes de distâncias geográficas, o que passou a viabilizar a realização de operações transfronteiriças. As operações com o uso de sistemas eletrônicos são ainda vantajosas do ponto de vista dos custos de operação, de maneira que, com a adoção da negociação eletrônica, haveria não só uma redução nos custos de transação, como também um aumento da

³¹⁷ RAMOS, Sofia. *Competition between stock exchanges*, p. 7.

liquidez, uma vez que a rede de computadores com acesso ao sistema de negociação poderia crescer ilimitadamente, uma vez realizados os investimentos necessários.

Essas características da negociação eletrônica representaram um forte desafio competitivo às bolsas regionais, que passaram a ser marginalizadas à medida que a liquidez migrou para centros de negociação de maior porte e com maior capacidade de investimento no desenvolvimento e ampliação de seus sistemas de negociação.

O desenvolvimento tecnológico possibilitou ainda o surgimento de fortes competidores para as bolsas, os chamados *Alternative Trading Systems* (ATS), por vezes também denominados *Electronic Communication Networks* (ECNs), conforme já discutido em capítulo anterior deste trabalho. O surgimento desses novos centros de negociação de ativos representou uma forte pressão sobre as bolsas, especialmente americanas, no sentido de que deveriam adotar mecanismos de negociação mais eficientes e menos dispendiosos, o que implicou o progressivo desestímulo à negociação nos pregões de viva-voz.

Aggarwal e Dahiya destacam que na Europa a participação das ECNs no volume total negociado é bem inferior à mesma participação nos Estados Unidos, onde chegaram a representar 40% do volume financeiro total negociado na NASDAQ em 2000. A razão para essa menor representatividade seria o fato de que os processos de desmutualização das bolsas européias começaram muito antes dos mesmos processos nos Estados Unidos, de forma que a estrutura mais flexível das bolsas desmutualizadas respondeu com maior rapidez e efetividade à ameaça de competição das ECNs.³¹⁸ Assim, os maciços investimentos em tecnologia realizados pelas bolsas atingiam dois objetivos simultâneos: ao mesmo tempo poderiam se contrapor à negociação eletrônica já oferecida pelas ECNs, bem como ofertar aos clientes mais exigentes, como investidores institucionais, formas mais sofisticadas e eficientes de execução de negócios.

Outro aspecto importante e de forte impacto no grau de competição diz respeito às diversas associações firmadas entre as bolsas, em especial ao longo da segunda metade da década de 1990, quando mais de cem acordos foram firmados, com as mais

³¹⁸ AGGARWAL, Reena; DAHIYA, Sandeep. *Demutualization and public offerings of financial exchanges*, p. 100-101.

variadas formas.³¹⁹ Inicialmente essas associações envolviam bolsas de valores e de derivativos de um mesmo país, ou diversas bolsas de valores regionais.

Foram também observadas diversas iniciativas de fusões de instituições, com integração vertical ou horizontal, dependendo do caso. As fusões horizontais, *e.g.*, entre bolsas que ofereciam os mesmos serviços e são competidoras entre si, tinham como objetivo o aproveitamento de economias de escala.

Já as integrações verticais atendiam a outros objetivos, de forma a unificar diversas atividades alinhadas em torno de uma mesma cadeia de valor: listagem, negociação, compensação, liquidação e custódia de papéis, o que se observava com a fusão, por exemplo, de bolsas e entidades de compensação e liquidação.

Mesmo no plano europeu, pelo menos no início as iniciativas de associação entre instituições de países diferentes não implicavam grandes resultados práticos, e os acordos normalmente se restringiam à listagem recíproca de valores mobiliários e ao oferecimento de acesso remoto dos membros de uma bolsa na outra e vice-versa. Essa tendência à associação, seja qual for a técnica utilizada, atende a diversas necessidades.

Sofia Ramos apresenta algumas das vantagens da adoção da estratégia de associação. Em primeiro lugar, possibilita que os membros das bolsas envolvidas dêem continuidade aos seus negócios em seus respectivos mercados. Adicionalmente, propiciam o aproveitamento de ganhos de escala, com amortização dos custos fixos inerentes à manutenção de uma estrutura única em funcionamento. Também facilitam a criação ou elevação de barreiras à entrada de novos competidores, de forma que as bolsas já estabelecidas, uma vez integradas, possam aumentar seu porte e vantagens comparativas no enfrentamento da concorrência. Haveria ainda benefícios aos clientes, que poderiam contar com uma única plataforma de negociação de ativos, em vez de diversas plataformas diferentes, cada uma delas mantida por uma bolsa diferente.

A questão das associações está intimamente ligada à necessidade de investimentos em tecnologia, referidos anteriormente. A atividade das bolsas somente é viabilizada a partir da realização de um grande investimento inicial, na criação e colocação em funcionamento de um sistema de negociação. Todavia, uma vez que o sistema já foi criado e encontra-se em funcionamento, o custo marginal de inclusão de mais um participante na

³¹⁹ RAMOS, Sofia. *Competition between stock exchanges*, p. 10.

negociação, que irá gerar um número maior de negócios, é muito baixo. Nessa medida, há grandes incentivos para que as bolsas de fato passem por processos de consolidação e combinem os seus respectivos sistemas de negociação. Aliás, a unificação dos sistemas de negociação foi um dos objetivos declarados no anúncio da fusão entre a Bolsa de Valores de Nova York e a Euronext.³²⁰

Outro aspecto a ser considerado, em termos de incremento à competição, diz respeito à maior frequência de companhias que listam suas ações em bolsas localizadas no exterior, em substituição à bolsa localmente estabelecida, ou mesmo em paralelo à admissão à negociação no mercado nacional (de forma que haja uma dupla listagem, simultânea, no seu país de origem e no exterior). Essas iniciativas são positivas tanto para as bolsas (que se beneficiam da entrada de mais companhias entre aquelas com ações admitidas à negociação) quanto para as próprias companhias, que passam a contar com uma base de investidores potenciais maior. Sofia Ramos registra que esse processo de listagem simultânea se acelerou a partir da década de 1990, especialmente com o maior interesse das companhias no oferecimento de seus papéis em grandes centros de liquidez. Por exemplo, na Bolsa de Valores de Nova York, em 1995 havia 252 companhias estrangeiras com ações listadas, oriundas de 40 países diferentes. Em 1999, o número de companhias estabelecidas fora dos Estados Unidos havia crescido para 406.³²¹ Já segundo dados levantados por Lee, considerados os mercados emergentes em conjunto, em 1999, a proporção entre o valor de mercado das companhias com ações listadas no exterior e o valor de mercado total dos países emergentes alcançava 62%, percentual correspondente às ações que poderiam ser negociadas em mercados diversos daqueles em que as companhias se encontravam estabelecidas (como resultado da decisão de listagem das ações em mais de um país).³²²

A questão da listagem fora do país de origem é ainda agravada pelo fato de que as companhias que buscam essa alternativa são, em geral, aquelas de maior porte. E são as mesmas companhias que, especialmente nos países em desenvolvimento, concentram a maior parte das operações com ações.

³²⁰ AGGARWAL, Reena; DAHIYA, Sandeep. *Demutualization and public offerings of financial exchanges*, p. 101.

³²¹ RAMOS, Sofia. *Competition between stock exchanges*, p. 13.

³²² LEE, Ruben. *Changing Market Structures, Demutualization and the future of securities trading*, p. 285.

Um último aspecto que pode influenciar a decisão pela desmutualização é referente a possíveis conflitos entre membros em uma bolsa ainda sob a forma de associação, Aggarwal e Dahiya destacam que na estrutura mutualística o atendimento aos interesses de todos os participantes, no caso de decisões estratégicas e operacionais relevantes, é de difícil solução, o que é agravado pelas diversas transformações enfrentadas pelo setor. Nessa medida, em razão de sua limitada agilidade, o processo decisório em uma bolsa ainda estabelecida sob a forma tradicional pode ser considerado anacrônico e inadequado.

Ainda segundo Aggarwal e Dahiya, a melhor ilustração dessa questão é a própria Bolsa de Valores de Nova York, que chegou a contar com 1.366 membros, com diferentes perfis, interesses e idéias quanto à condução dos negócios. A perda de foco da administração da bolsa terminou por prejudicar sua posição no mercado, por exemplo, em razão da demora na adoção da negociação eletrônica, que prejudicaria as atividades de parte dos membros da bolsa que dependiam do pregão de viva-voz.³²³

Ainda no campo dos fatores que podem motivar a ocorrência da desmutualização, há um último aspecto que merece ser considerado, mesmo que não diretamente ligado à questão da competição, da tecnologia e da integração dos diversos mercados. Trata-se da possibilidade de que os membros das bolsas, ainda sob a estrutura mutualizada, percebam que a mudança organizacional para o formato de sociedade anônima, com a posterior abertura do capital da companhia, propiciará ganhos financeiros consideráveis, bem como liquidez para os títulos emitidos pela bolsa (e de propriedade dos membros), uma vez que serão convertidos em ações livremente negociáveis no mercado. Em alguns casos os ganhos também são auferidos pelos administradores da bolsa, sob a forma de benefícios como pagamento em ações ou opções nelas referenciadas.

A desmobilização dos recursos (*unlocking value*) dos membros da bolsa, consubstanciados em suas participações no capital da associação, foi declaradamente assumida por diversas entidades como sendo um dos objetivos da desmutualização.³²⁴ É evidente que muitas vezes o ganho financeiro depende da distribuição pública das ações emitidas pela bolsa, uma vez que, caso haja apenas a conversão da associação mutualística para uma

³²³ AGGARWAL, Reena; DAHIYA, Sandeep. *Demutualization and public offerings of financial exchanges*, p. 99.

³²⁴ Vide exemplos em BRADLEY, Caroline. *Demutualization of financial exchanges*, p. 668 e ss.

companhia fechada, os novos acionistas podem encontrar algumas dificuldades para efetuar a venda de suas participações acionárias em razão da baixa liquidez de seus papéis.³²⁵

4.3. As conseqüências advindas da mudança organizacional das bolsas: estudos empíricos

Alguns estudos empíricos chegaram a ser efetuados com o intuito de se verificarem e mensurarem as conseqüências da opção das bolsas pela nova forma organizacional, bem como de identificar alguns dos fatores que possam ter influenciado essa decisão.

O primeiro estudo que merece uma análise mais apurada foi efetuado por Alfredo Mendiola e Maureen O'Hara, que analisaram os efeitos da transformação organizacional das bolsas em entidades com fins lucrativos sobre o desempenho e o valor das bolsas. A amostra inicial utilizada foi composta de observações sobre onze bolsas que já haviam passado pelo processo de desmutualização, sendo que, para sete delas, também já havia ocorrido uma oferta pública inicial, ou seja, suas ações já eram negociadas no mercado. As bolsas integrantes da amostra são NASDAQ, Euronext e as bolsas de valores de Londres, Frankfurt, Hong Kong, Sydney, Cingapura, Oslo, Estocolmo, Toronto e Atenas. Esse trabalho, em síntese, buscou comparar o comportamento de determinadas variáveis antes e depois da desmutualização (ou listagem das ações, dependendo do caso), de forma a serem estudados os efeitos do evento em questão sobre desempenho e valor do empreendimento. O período total de observação incluiu os anos de 1998 a 2002, com variações para cada uma das bolsas em razão das datas de desmutualização e de listagem das ações.³²⁶

Esses dois estudiosos partem inicialmente de dados contábeis, uma vez que o número de informações financeiras disponíveis sobre o período anterior ao registro das companhias como companhias abertas e o lançamento das ações é limitado. Para as variáveis retorno sobre ativos e retorno sobre patrimônio líquido, Mendiola e O'Hara registram que os resultados obtidos não permitem uma conclusão definitiva. No caso da primeira variável, das

³²⁵ Para exemplos em casos de países emergentes, vide INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Exchange demutualization in emerging markets*, p. 13-14.

³²⁶ MENDIOLA, Alfredo; O'HARA, Maureen. *Taking stock in stock markets*, p. 12 e ss.

oito bolsas observadas, quatro apresentaram uma melhora de desempenho, enquanto outras quatro pioraram sua performance. Quanto ao retorno sobre o patrimônio líquido, cinco bolsas apresentaram uma melhoria nos resultados após a listagem de suas próprias ações, enquanto as três demais enfrentaram uma piora de resultados. Resultados inconclusivos também foram obtidos na avaliação da eficiência no giro de ativos, medida pela razão entre receitas e ativos totais, com resultados ambíguos.

Todavia, a análise de outras variáveis revela uma melhora de desempenho. Ao mensurar a rentabilidade operacional, medida pela razão entre lucro operacional e vendas totais, a maioria das bolsas integrantes da amostra apresentou melhorias. A alavancagem financeira (*debt-equity ratio*) apresentou uma redução, indicando um maior uso de capital próprio, em termos proporcionais. Mas Mendiola e O'Hara ressaltam que os resultados obtidos a partir de dados contábeis, como nesse caso, devem ser analisados com cautela, porque diversas bolsas integrantes da amostra passaram por processos de fusões e emissão de novas ações, o que pode afetar os resultados obtidos no estudo.

Ao utilizarem exclusivamente os dados do período posterior à listagem das ações em bolsa, Mendiola e O'Hara conseguem resultados mais promissores. O desempenho do valor das ações, descontado pelo principal índice de ações do mercado, revela que os papéis de emissão das bolsas superam a média do mercado medida pelo índice em questão. Esse desempenho superior foi observado para seis das oito bolsas estudadas, em um dos casos (Austrália) com um prêmio superior a 148%. Desempenho superior também foi observado pelos mesmos estudiosos quando foi comparado o desempenho de uma carteira teórica de ações emitidas pelas bolsas integrantes da amostra, em relação ao comportamento de um *portfolio* composto pelos respectivos índices de ações de cada país.

No mesmo estudo foi feita ainda uma comparação entre o desempenho das ações das bolsas e de ações de outras companhias que também foram objeto de ofertas públicas iniciais no mesmo período. A comparação revelou que, depois de um ano, para seis das sete bolsas com dados disponíveis a respeito, o comportamento dos preços de suas ações foi superior.

Uma outra constatação importante de Mendiola e O'Hara diz respeito à relação entre a proporção do capital vendido ao público (portanto, em princípio, para pessoas não ligadas às bolsas, como seus antigos "membros") e o comportamento das ações após a

listagem. Para as cinco bolsas com dados disponíveis a esse respeito, foi observada uma relação positiva e direta entre a valorização das ações e a proporção do capital efetivamente vendida ao público.

O estudo partiu da hipótese de que a mudança organizacional das bolsas representada pelas desmutualização ocorreu em razão da necessidade de sua adaptação das bolsas às mudanças no seu ambiente de atuação, e, nesse sentido, a estrutura com fins lucrativos seria melhor adaptada às novas condições. Após a análise dos resultados, Mendiola e O'Hara concluem que “há fortes indícios de que a mudança do padrão de governança de uma forma cooperativa para o de uma companhia gera valor para as bolsas”.³²⁷

Outro estudo de relevo foi efetuado por Sofia Ramos, que procurou investigar as causas da desmutualização de diversas bolsas, a partir de uma amostra que inclui 109 bolsas, divididas em cinco categorias: (i) bolsas estabelecidas como sociedades mercantis, com propriedade dividida entre usuários de seus serviços e não-usuários, mas sem ações negociadas no mercado; (ii) companhias abertas, com ações negociadas pelo público em geral; (iii) associações; (iv) sociedades comerciais nas quais os detentores do capital são exclusivamente os usuários diretos dos seus serviços; e (v) outras (*e.g.*, estatais ou sociedades de economia mista).³²⁸

A análise efetuada por Ramos utiliza algumas variáveis que, de forma indireta, indicam o grau de competição enfrentado pelas bolsas integrantes da amostra sob estudo. Assim, na mensuração da exposição à competição foram utilizados índices calculados por um instituto independente (no caso específico o *Fraser Institute*), que avaliam o grau de abertura das diferentes economias mundiais, partindo o estudo da suposição de que economias mais abertas propiciarão um maior grau de competição a suas bolsas nacionais, em decorrência da possibilidade de oferecimento dos mesmos serviços por outras instituições localizadas no exterior. Outra medida que foi utilizada como auxiliar na mensuração do grau de competição foi o número de bolsas existentes em cada país (uma vez que mais de uma bolsa de valores na mesma região geográfica, pelo menos em princípio, sugere um maior grau de competição potencial). Adicionalmente, foram levantadas as características de cada país no tocante ao perfil do governo, ainda segundo medidas efetuadas por institutos independentes, de forma a

³²⁷ MENDIOLA, Alfredo; O'HARA, Maureen. *Taking stock in stock markets*, p. 24.

³²⁸ RAMOS, Sofia B. *Why do stock exchanges demutualize and go public?*, p. 10 e ss.

relacionar essas características à liberdade de atuação das diversas bolsas nos seus respectivos mercados e em outras localidades.

Finalmente, foram ainda utilizadas variáveis como capitalização de mercado das companhias listadas em cada bolsa, tanto em termos absolutos como relativamente ao Produto Interno Bruto, liquidez, número de anos de funcionamento das bolsas desde a fundação, volatilidade dos retornos do índice de mercado e existência de ações de companhias estrangeiras listadas na bolsa. A análise dos dados revelou que há diferenças estatisticamente significantes entre os cinco grupos de bolsas acima citados, relativamente a diversas variáveis.

Segundo Sofia Ramos, há maior presença de bolsas constituídas sob a forma de sociedades comerciais, com ou sem registro de companhia aberta – grupos (i) e (ii) acima referidos – nos países em que há maior abertura comercial para o exterior, menores controles de fluxo de capitais e governos democráticos. Esses mesmos dois grupos também se caracterizam por bolsas com maior valor de capitalização de mercado das companhias listadas, menor volatilidade de índices de mercado, fundadas há mais tempo e com ações de companhias estrangeiras admitidas à negociação, em comparação aos demais três grupos, compostos por bolsas constituídas sob a forma de associações, sociedades comerciais em que os detentores do capital são os próprios usuários das bolsas e outras sob controle governamental. Na análise estatística dos dados, o número de bolsas em cada país não apresentou grande poder explicativo.³²⁹

Uma análise adicional foi efetuada no mesmo estudo, a fim de tentar identificar as características distintivas entre os dois primeiros grupos, de bolsas desmutualizadas mas ainda sem registro de companhias abertas, daquelas que já haviam obtido o mesmo registro e contavam com ações negociadas no mercado. Neste caso, a variável estatisticamente significativa foi a de menores controles de fluxo de capitais, já que as demais apresentaram pouco ou nenhum poder explicativo para diferenciar as duas categorias.

Depois de avaliar outros resultados, Sofia Ramos conclui que há demonstrações empíricas suficientes que permitem confirmar a expectativa de que a competição é essencial na decisão de desmutualização da bolsa. O que não permitiria descartar a influência de outras variáveis, como o uso mais intensivo de tecnologia e as mudanças no ambiente regulatório,

³²⁹ RAMOS, Sofia B. *Why do stock exchanges demutualize and go public?*, p. 14-15.

que, muitas vezes, impactam fortemente o grau de competição a que cada instituição está sujeita.³³⁰

Outros estudos empíricos cuidaram de amostras mais específicas. Em estudo comparativo sobre duas bolsas indianas, Krishnamurti, Sequeira e Fangjian avaliaram indicadores de qualidade da *Bombay Stock Exchange* (BSE) e da *National Stock Exchange* (NSE), no ano de 1997. As duas bolsas possuíam sistemas de negociação semelhantes, as mesmas ações listadas e seguiam os mesmos horários de negociação. Todavia, contavam com diferentes estruturas de propriedade, uma ainda constituída com uma estrutura tradicional, enquanto a outra como uma bolsa desmutualizada.³³¹

No período analisado pelos três pesquisadores, a NSE estava constituída sob a forma de uma sociedade por ações, sendo controlada por um pequeno número de instituições financeiras. Por sua vez, a BSE estava organizada como uma associação sem fins lucrativos, mantida por corretores que detinham o monopólio do acesso direto à negociação. Na NSE a gestão das atividades estava a cargo de executivos profissionais, já na BSE os próprios corretores ou pessoas por eles indicadas ocupavam os postos mais importantes na administração. A despeito de possuírem sistemas de negociação muito semelhantes do ponto de vista técnico, a NSE era reconhecidamente mais agressiva nas decisões de adoção de novas tecnologias e na expansão das redes de computadores que possibilitavam acesso ao sistema de negociação.

Para comparar o desempenho das duas bolsas, Krishnamurti, Sequeira e Fangjian selecionaram uma amostra de 40 ações diferentes, negociadas simultaneamente nos dois mercados, com razoável liquidez. Depois mediram os custos de transação nas duas bolsas, no período de janeiro a julho de 1997. A conclusão foi que os custos de transação na NSE eram significativamente menores que da BSE. Quando medidas outras variáveis como volatilidade dos preços e liquidez, o desempenho da NSE também foi superior, numa indicação de que essa última bolsa mantinha um mercado de melhor qualidade que sua concorrente.

Segundo os autores, as diferenças observadas poderiam ser atribuídas às diferenças nos procedimentos de governança nas duas bolsas, que, segundo informa o estudo

³³⁰ RAMOS, Sofia B. *Why do stock exchanges demutualize and go public?*, p. 23-24.

³³¹ KRISHNAMURTI, Chandrasekhar; SEQUEIRA, John M.; FANGJIAN, Fu. *Stock exchange governance and market quality*, p. 1.859 e ss.

em questão, possuíam diferentes formas de tratamento para os seguintes aspectos em cada uma das instituições: pioneirismo na adoção de novas tecnologias; transparência do processo decisório; melhores controles internos, com foco no combate a condutas atentatórias à integridade do mercado; melhores sistemas de administração de risco, menor resistência a aperfeiçoamentos na regulamentação; e melhores padrões de proteção aos investidores.³³²

Um estudo mais amplo foi publicado em 2003, de autoria de Hasan, Malkamäki e Schmiedel, que cobre o período de 1989 a 1998 e envolve 44 bolsas diferentes, em investigação sobre a eficiência de cada instituição, a partir das receitas, custos e despesas constantes das demonstrações financeiras. Dentre outras conclusões, os autores destacam que bolsas com finalidade lucrativa, com maiores investimentos em tecnologia e com maior porte são mais eficientes na obtenção de receitas.

Considerados os aspectos geográficos, as bolsas mais eficientes estavam localizadas nos Estados Unidos e na Europa, e este último grupo apresentou os maiores ganhos de eficiência no período estudado – segundo os autores, em razão de maiores investimentos em tecnologia, da redução de barreiras regulatórias e da aceleração no número de alianças estratégicas e procedimentos de consolidação entre bolsas, o que possibilitaria o aproveitamento de ganhos de escala. As bolsas menos eficientes se localizavam na Ásia e na América do Sul.³³³

Em trabalho mais recente, publicado em 2006, Isaac Otchere analisa 14 bolsas que passaram pelo processo de desmutualização e de distribuição pública de ações, e que passaram a listar os papéis de sua própria emissão, considerado o período de 1998 a 2003. O desempenho das bolsas com ações listadas foi comparado ao desempenho (i) de 35 outras bolsas ainda constituídas como companhias fechadas; e (ii) de 58 outras companhias abertas que lançaram suas ações no mesmo mercado e ano que as bolsas sob estudo, com porte semelhante.³³⁴

A análise dos dados obtidos por Otchere revela aspectos interessantes. Inicialmente, identifica-se uma relação entre o crescimento de atividade no mercado

³³² KRISHNAMURTI, Chandrasekhar; SEQUEIRA, John M.; FANGJIAN, Fu. *Stock exchange governance and market quality*, p. 1.872.

³³³ HASAN, Iftekhar; MALKAMÄKI, Markku; SCHMIEDEL, Heiko. *Technology, automation, and productivity of stock exchanges*, p. 1.743 e ss.

³³⁴ OTCHERE, Isaac. *Stock exchange self-listing and value effects*, p. 926 e ss.

(resultante de um aumento no número de companhias listadas, na capitalização de mercado e no número de negócios realizados) e a posterior decisão de abertura de capital da bolsa. Adicionalmente, as bolsas que passaram pelo processo de desmutualização e posterior listagem das ações apresentaram melhorias na eficiência no período posterior à distribuição pública de suas ações, consideradas as receitas, custos e despesas operacionais.

O mesmo se observou em relação à lucratividade e aos investimentos em tecnologia. Nos dois casos, no período posterior à oferta pública inicial, houve tanto uma melhoria na lucratividade quanto um aumento nos investimentos em modernização tecnológica. Já no tocante à alavancagem financeira, houve uma redução na utilização de capital de terceiros no período posterior à listagem das ações.

A partir dos dados obtidos em sua pesquisa, Otchere destaca ainda outros pontos interessantes: na mensuração da liquidez, observou-se que as bolsas apresentaram um aumento no volume de operações no período após a listagem de suas próprias ações. Na análise da distribuição de receitas por categoria, as bolsas constituídas como companhias abertas apresentam uma redução na participação relativa das receitas oriundas da negociação e naquelas obtidas a partir de cobranças das companhias com valores mobiliários admitidos à negociação (referidas no Brasil como “anuidades”), em relação à receita total. Essa redução teria sido compensada por outras fontes de receita, o que é decorrência de uma diversificação maior de atividades.

Exceção feita a uma única bolsa, o mesmo estudo também indica que o valor das ações emitidas pelas bolsas também apresentou um desempenho superior aos respectivos índices de mercado, dentro do período estudado. Também foi observado que o desempenho das ações emitidas pelas bolsas superou a performance da amostra de 58 companhias que também efetuaram sua oferta pública inicial de ações, que, por sua vez, não superaram o comportamento dos índices de mercado.

Após a análise dos dados, Isaac Otchere propõe cinco explicações para o desempenho superior das ações emitidas pelas bolsas:

- a) uma primeira explicação diz respeito ao impacto do monitoramento do desempenho dos administradores das bolsas, por parte dos investidores. Nesse sentido, no caso específico das bolsas haveria um incentivo maior para que os investidores mantivessem um monitoramento mais intenso, o

que auxiliaria os administradores a manter o foco na criação de valor para a companhia;

- b) a segunda explicação proposta por Otchere diz respeito à maior competência dos administradores das bolsas, bem como à maior cultura de transparência sobre suas atividades, quando comparadas às demais companhias com atuação em outros setores da economia. Nessa medida, esses dois aspectos seriam incorporados aos preços das ações emitidas pelas bolsas;
- c) a terceira possibilidade é relativa à maior liberdade desfrutada pelos administradores, na busca de alternativas de investimento que impliquem crescimento e maiores retornos, liberdade esta resultante da própria mudança de modelo da organização resultante da desmutualização;
- d) a quarta possibilidade sugerida por Isaac Otchere trata da maior possibilidade de que a bolsa que tem suas ações listadas seja alvo de uma aquisição hostil de seu controle, por meio de uma oferta pública de compra de ações; essa constante ameaça consistiria num incentivo para que os administradores da bolsa apresentassem um desempenho superior àquele observado em companhias atuantes em outros setores;
- e) finalmente, uma última explicação sugerida pelo mesmo estudioso diz respeito a uma possível redução de custos de agência: a abertura de capital da bolsa eliminaria alguns dos problemas de governança resultantes da adoção da forma mutualística, de maneira que as oportunidades de crescimento e criação de valor pela via de novos investimentos podem ser melhor utilizadas pela administração da companhia.

A respeito deste último aspecto, Otchere registra ainda que a forma mutualística não possui mecanismos eficientes de decisão sobre investimentos em atividades não diretamente ligadas ao oferecimento de serviços de negociação, de forma que, ainda que rentáveis, outras atividades poderiam não ser exploradas pela bolsa que mantivesse a estrutura tradicional, por falta de interesse de seus membros. Com efeito, uma das tendências observadas no caso das bolsas com foco na criação de valor, em especial naquelas já listadas

como companhias abertas, seria a de oferecer ao mercado serviços anteriormente providos pelos antigos membros da bolsa, em geral corretoras de valores.³³⁵

4.4. Os fatores de risco em face do interesse público na atividade das bolsas

4.4.1. A viabilidade da atividade da bolsa

O estabelecimento das bolsas como entidades com fins lucrativos passou a sinalizar a existência de determinados riscos no exercício de sua atividade, antes menos relevantes em razão da sua organização como instituições sem fins lucrativos. As conseqüências dessa alteração são as mais diversas, e, sob o aspecto estritamente financeiro, algumas questões foram apresentadas na literatura como fonte de preocupações, em especial por conta da necessidade de se assegurar que haja continuidade no oferecimento de serviços pelas bolsas, em face de sua importância para o funcionamento do mercado financeiro e de capitais.

Com efeito, é preciso se reconhecer que as bolsas sem finalidade lucrativa possuíam uma atuação pautada pela necessidade de geração de receitas suficientes para o pagamento das despesas e custos incorridos ao longo de determinado período e para a formação de eventuais reservas e realização de investimentos necessários à sua atividade. Já como uma entidade com fins lucrativos, há uma diferente perspectiva, pois as receitas devem ser suficientes para os custos, despesas, investimentos e para a geração de retorno adequado para seus acionistas. Ou seja, passa a haver uma nova referência para o desempenho dessas bolsas, visto que todas as decisões passam a considerar seu impacto sobre a criação de valor.

Nesse particular, em face do inegável interesse público envolvido nas atividades das bolsas, algumas questões relativas a aspectos financeiros da administração da bolsa devem ser enfrentados. O primeiro deles diz respeito à possível utilização das funções de auto-regulação para o financiamento das suas atividades comerciais, que podem não ser necessariamente atreladas às funções esperadas de uma bolsa.

Segundo registra a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), as bolsas podem gerar receitas tanto na exploração de atividades comerciais quanto

³³⁵ OTCHERE, Isaac. *Stock exchange self-listing and value effects*, p. 949-950.

no exercício de suas funções de entidade auto-reguladora. Especialmente nos casos em que as duas funções são exercidas pela mesma pessoa jurídica, a bolsa pode se aproveitar do seu papel de reguladora do mercado e passar a subsidiar algumas atividades comerciais com recursos resultantes dessa primeira função. Segundo a IOSCO, esse seria o exemplo de bolsas com atuação em regime de monopólio no oferecimento de determinados serviços, como negociação de valores mobiliários, que passam a cobrar valores desproporcionais pelos serviços prestados aos participantes do mercado.³³⁶

Já em um outro extremo, outro aspecto freqüentemente destacado no tocante à administração financeira da bolsa, é relativo à fixação de valores muito baixos pela cobrança de serviços recém-lançados no mercado. Trata-se de uma prática relativamente comum para atrair novos clientes. Nesses casos, a preocupação diz respeito à possibilidade de que as receitas obtidas com o novo serviço sejam insuficientes para financiar as atividades regulatórias necessárias, o que poderia exigir a existência de subsídios internos à bolsa para viabilizar, por exemplo, a supervisão das operações relativas ao novo serviço. No entender da IOSCO, o custo da auto-regulação deve ser exclusivamente financiado pelas pessoas que dela se beneficiam, e, dessa forma, o financiamento dessas obrigações legalmente estabelecidas deve ser resultante de uma cobrança eqüitativa pelos serviços prestados.³³⁷

Com relação aos aspectos financeiros, um último ponto a ser considerado diz respeito à própria viabilidade financeira da bolsa, que também deve ser um ponto de preocupação para os órgãos reguladores, em razão da necessidade de não interrupção da prestação de serviços por ela oferecidos. Não se pode negar que, uma vez constituídas como sociedades anônimas, em especial companhias abertas, as bolsas possuem maiores possibilidades de obtenção de novos recursos mediante o expediente de emissão e distribuição pública de valores mobiliários.

Não obstante, uma vez que existe a possibilidade de maior diversificação de atividades pelas bolsas e a conseqüente possibilidade de realização de investimentos mais arriscados na busca melhores retornos, não se pode destacar totalmente a eventualidade de que uma bolsa se torne financeiramente inviável, em casos de crises mais agudas. Ao mesmo

³³⁶ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Discussion paper on stock exchange demutualization*, p. 10.

³³⁷ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Issues paper on stock exchange demutualization*, p. 13.

tempo em que a diversificação da atividades, pode, em princípio, ser um fator de redução do risco total da firma, a exploração de novos ramos de negócio também traz riscos anteriormente inexistentes. Para evitar os efeitos danosos de acontecimentos dessa natureza, seria salutar a criação de regras de exigências de capital mínimo e outras normas de natureza prudencial, a fim de se evitar problemas de insolvência das bolsas e os efeitos danosos decorrentes de atal fato.³³⁸

4.4.2. O cumprimento do dever de auto-regulação

Conforme já discutido em seções anteriores, as bolsas desempenham um importante papel na regulação dos mercados, sendo responsáveis pela supervisão dos seus membros e das operações por ela registradas. Todavia, até o advento da tendência à desmutualização, o arcabouço regulatório em vigor na maior parte dos países partia da premissa de que as bolsas estavam constituídas sob a forma tradicional, ainda como associações de intermediários que monopolizavam o acesso direto aos pregões e sistemas de negociação mantidos pela bolsa. Todavia, os recentes processos de desmutualização alteraram completamente essa relação entre entidade auto-reguladora e instituições reguladas.

Em virtude da inegável importância da atividade das bolsas para o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, e, conseqüentemente, para o crescimento econômico, com a desmutualização diversos aspectos antes menos explorados passaram a exigir maior reflexão. Encontram-se fundamentalmente ligados à questão central da necessidade de se administrar adequadamente os conflitos de interesses resultantes da necessidade de cumprimento do dever de auto-regulação da bolsa, ao mesmo tempo em ela deve perseguir seus objetivos comerciais e de maximização do valor de suas ações.

É certo que a desmutualização provoca uma mudança nas prioridades e na estratégia de atuação das bolsas, o que pode influenciar o seu papel de reguladora do mercado. Nesse sentido, é conveniente uma investigação sobre o impacto dessa nova estrutura societária no exercício desse dever de auto-regulação, com uma investigação das prioridades e estratégias adotadas pelas bolsas nesse novo contexto.

³³⁸ Para uma discussão nesse sentido, vide INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Issues paper on stock exchange demutualization*, p. 13.

De qualquer forma, convém registrar que a desmutualização não é responsável pelo surgimento de todos os conflitos ora apresentados. É preciso se reconhecer que alguns deles eram preexistentes aos processos de conversão das bolsas em entidades com fins lucrativos, havendo, para diversos deles, apenas um mero agravamento de uma situação de conflito anteriormente existente. Também não se pode descartar que outras fontes de conflitos tenham sido reduzidas, como resultado da adoção da nova estrutura administrativa e societária. Em outros casos, com na questão da autolistagem, é certo que os conflitos não existiam anteriormente à desmutualização e abertura de capital da bolsa, portanto que trata-se de uma questão absolutamente nova.

O alcance do papel das bolsas como entidades auto-reguladoras varia de acordo com o período de estudo e o mercado, e, em algumas situações, seu papel é mais amplo, e, em outras, a auto-regulação possui um escopo de atuação mais limitado, nesse último caso com boa parte das atividades regulatórias exercida diretamente por agências governamentais. Todavia, a partir de uma análise das experiências em diversos países, pode-se dividir a atuação das bolsas em cinco campos diferentes, ainda que, para alguns deles, as bolsas não exerçam simultaneamente todas essas funções: (i) de regulação de intermediários com acesso direto aos pregões e sistemas mantidos pelas bolsas (qualificação mínima, exigências de capital, contabilidade, controles internos, regras de conduta e outros aspectos); (ii) de viabilização das operações cursadas na bolsa (regras de conduta na negociação, supervisão das operações realizadas no tocante ao cumprimento de regras, etc.); (iii) de execução dos procedimentos de custódia, compensação e liquidação (regras e procedimentos aplicáveis a essas atividades); (iv) de padronização dos valores mobiliários admitidos à negociação (inclusive com fixação de padrões de governança para as companhias listadas, especificações das cláusulas dos contratos derivativos); e (v) de condução de procedimentos de *enforcement*, com a realização de investigações e a aplicação de penalidades, quando for o caso.

Ainda que se reconheça que a reputação da bolsa enquanto mantenedora de um mercado confiável e adequadamente regulado seja de vital importância para a bolsa, pois constitui um fator que atrairá novos emissores e investidores, também não se pode negar que eventuais estratégias com foco na criação de valor no curto prazo podem sacrificar essa necessidade de manutenção da reputação da bolsa, em troca de ganhos mais imediatos.

Em matéria de administração dos conflitos entre os interesses comerciais e o dever de auto-regulação, um segundo ponto diz respeito ao financiamento das atividades de auto-regulação, internamente à bolsa. Ainda que, conforme argumentado, a questão reputacional seja vista como importante para o valor total da bolsa, em razão de seus efeitos sobre as receitas futuras, é certo que as áreas responsáveis pelas funções de auto-regulação constituem centros de geração de custos e despesas para a organização. Nessa medida, uma vez que o foco da companhia é a maximização do valor das suas ações, ele sempre trabalhará com a perspectiva de redução dos custos e despesas incorridos pela organização, em especial naqueles casos em que determinados gastos não possuem como contrapartida imediata a geração de maiores receitas, como é o caso das funções de auto-regulação. Com efeito, uma segunda fonte de conflitos diz respeito ao adequado financiamento dessas funções, em face de eventuais iniciativas de racionalização dos gastos realizados pela organização.

Uma terceira fonte de conflitos potenciais envolvendo questões comerciais e regulatórias diz respeito à dificuldade na manutenção da neutralidade da administração da bolsa, por ocasião da aplicação das regras em vigor, que, dependendo do caso concreto, podem impactar a atividade de usuários da bolsa, e, por via indireta, suas próprias receitas. Este seria o exemplo de uma medida que implicasse a redução no número de operações realizadas, resultante de ações da bolsa que coibissem determinadas operações consideradas atentatórias ao regular funcionamento do mercado. Nesses casos, a questão pode ser ainda mais complexa quando a remuneração dos administradores da bolsa estiver atrelada a indicadores de desempenho da instituição, o que pode constituir um desincentivo à adoção de medidas que, ainda que venham a consubstanciar o cumprimento do dever de auto-regulação, tenham um impacto negativo sobre os resultados financeiros da bolsa.

Uma quarta faceta na questão dos conflitos entre os objetivos comerciais da bolsa e suas funções de auto-reguladora dos mercados é relativa ao fato de que a instituição será reguladora de alguns de seus concorrentes. Essa concorrência entre a bolsa e alguns de seus usuários pode ocorrer tanto em relação às pessoas autorizadas a operar (intermediários que possuem acesso aos pregões ou sistemas de negociação da bolsa) quanto em relação às companhias listadas, quando as duas categorias de usuários também atuarem no mercado como fornecedoras de serviços também ofertados pela bolsa.

Nesse tipo de situação, o conflito pode se caracterizar de diversas formas: (i) com a fixação de regras que prejudiquem as atividades dos concorrentes, em favor de interesses comerciais da própria bolsa; (ii) com o uso tendencioso dos poderes de investigação e *enforcement*; (iii) com a adoção de práticas administrativas que prejudiquem a atuação dos concorrentes, como demora no atendimento de certas solicitações ou imposição de exigências burocráticas despropositadas ou até (iv) com o uso de informações confidenciais dos concorrentes, à disposição da bolsa em função dos serviços por eles prestados.

John Carson registra que esta modalidade de conflito é mais comum em países onde há uma participação mais intensa de *Alternative Trading Systems* (ATS), como nos Estados Unidos, que constituem um concorrente direto das bolsas na atração de volume de negócios. Em outros locais, como na Europa, ainda que não se possa descartar sua ocorrência, os problemas dessa natureza são mitigados, por causa da menor participação desses sistemas alternativos de negociação no mercado. Mas não se pode desconsiderar que, em face de uma tendência à diversificação das atividades das bolsas, resultante da sua busca por negócios mais rentáveis, o número potencial de concorrentes tende a aumentar, à medida que a instituição passe a atuar em setores antes explorados exclusivamente por companhias listadas ou intermediários autorizados a operar.³³⁹

Uma outra fonte geradora de conflitos de interesses é a chamada “auto-listagem” das ações de emissão da bolsa, situação em que são admitidos à negociação nos pregões ou sistemas de negociação os papéis emitidos pela própria instituição. Nesse particular, há duas fontes de conflitos potenciais: dependendo do caso, a bolsa tem o dever de verificar se os emissores dos papéis atendem às exigências legais e regulamentares, e, neste caso, o emissor é a própria bolsa; e, como segunda fonte de conflitos, há o fato de que a bolsa tem o dever de monitorar as operações realizadas com seus próprios papéis. Nas duas situações, a bolsa tem também o dever de dar início a investigações e a procedimentos de *enforcement* quando houver indícios de irregularidades, o que, em certa medida, poderia ser prejudicial à própria instituição, dependendo das conclusões de cada um desses procedimentos.

³³⁹ CARSON, John W. *Conflicts of interest in self-regulation*, p. 15-16.

4.5. Conclusão parcial

Pelo menos no âmbito internacional, as mudanças na competição enfrentada pelas bolsas foram determinantes para o processo de alteração de sua forma de organização, bem como dispararam uma série de processos de fusões e reorganizações societárias. Ainda que iniciadas a partir da década de 1990, não se pode dizer que as transformações tenham chegado a um fim, sendo necessário reconhecer que houve uma sensível concentração de atividades em um número menor de instituições.

No caso brasileiro, a existência de um novo patamar de competição ainda é menos evidente, em especial por conta da ausência de sistemas alternativos de negociação e da declarada delimitação de atividades exercidas pelas duas bolsas em funcionamento, em que cada uma se recusou a concorrer no nicho de mercado explorado pela outra. Não se tenta aqui admitir que as duas bolsas brasileiras, a Bovespa e a BM&F, não estavam inseridas em um ambiente competitivo, que certamente existia (tome-se como exemplo a disseminação da listagem de papéis de companhias brasileiras no exterior), mas de destacar que, em termos de competição, a situação brasileira diferia do contexto europeu e norte-americano, especialmente em razão da ausência de outras entidades que oferecessem sistemas alternativos de negociação.

De qualquer forma, os resultados colhidos com os processos de desmutualização, em termos de eficiência e de criação de valor, parecem ser promissores, uma vez que as bolsas como companhias abertas apresentam um desempenho acima da média, em matéria de valorização das ações. É o que pôde se verificar a partir dos trabalhos empíricos apresentados, que, evidentemente, não esgotam a discussão, mas apontam indícios consistentes de ganhos de eficiência e criação de valor para o acionista.

Todavia, permanece a repisada questão da possibilidade de conciliação desse melhor desempenho dessas bolsas como companhias abertas e seu dever de auto-regulação do mercado. Foram apresentadas algumas fontes potenciais de conflitos, que podem e devem ser administrados no âmbito da supervisão estatal da bolsa.

Conforme se verá no capítulo V, o melhor caminho parece ser a adoção de práticas diferenciadas de governança, que possam proporcionar um equilíbrio entre os

interesses inegavelmente mercantis da bolsa como sociedade anônima e o exercício de seu dever de reguladora dos mercados por ela mantidos.

CAPÍTULO V. A GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS BOLSAS

5.1. A governança corporativa no caso brasileiro

O interesse pelo estudo da governança corporativa teve início a partir da constatação de que a separação entre a propriedade e o controle das companhias implicava certas perdas aos acionistas, por conta da existência dos chamados “conflitos de agência”. Não obstante se tratar de matéria relativamente nova, há aqueles que reconhecem que o assunto foi abordado até mesmo nos escritos de Adam Smith³⁴⁰ mas, como marco inicial, há consenso quanto à importância da obra de Berle e Means para o desenvolvimento do assunto.

O debate a respeito do tema é rico, pois a matéria tem um caráter interdisciplinar muito acentuado, envolvendo a Administração de Empresas, o Direito, a Economia e outros ramos do conhecimento. E não se restringe à comunidade acadêmica, pois o ambiente empresarial (em especial no âmbito do mercado de capitais) também tem apresentado importantes contribuições.

Há diversas razões para o crescente interesse sobre o tema. A globalização financeira (e o conseqüente aumento no nível de competição entre as empresas), os grandes escândalos empresariais como Enron, BCCI e outros, os processos de privatização em massa, especialmente nos países emergentes e o crescimento da importância dos investidores institucionais fomentaram a intensificação dos debates sobre a governança corporativa, motivados ainda pela evolução da produção acadêmica, em especial a partir dos trabalhos de Jensen e Meckling.³⁴¹

Não há uma definição única para o termo “governança corporativa”, uma vez que os conceitos encontrados na literatura dependem do ponto de partida do estudo e da abordagem a que se propõe. A expressão encontra pelo menos quatro agrupamentos conceituais: (i) enquanto conjunto de direitos e de sistemas de relações; (ii) como sistema de governo e estruturas de poder; (iii) como valores e padrões de comportamento e, finalmente, como (iv) sistemas normativos.³⁴²

³⁴⁰ FARINHA, Jorge. *Corporate governance*, p. 3.

³⁴¹ SANTOS, Aline M. *Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil*, p. 186.

³⁴² Para uma apresentação das diversas vertentes, vide BETTARELLO, Flávio C. *Governança corporativa*, p. 19 e ss.

No último caso, Schleifer e Vishny definem os mecanismos de governança corporativa como aquelas “instituições legais e econômicas que podem ser alteradas por meio do processo político”³⁴³, tanto em âmbito interno à organização quanto externo. Tal ponto de vista é reforçado por estudos que apresentam a importância do ambiente normativo para o desenvolvimento econômico.

A definição da governança como valor e padrão de comportamento tem como base quatro valores fundamentais, a saber, o tratamento isonômico aos envolvidos, a transparência das informações relevantes, a *accountability* (entendida como a prestação responsável de contas) e o cumprimento das regras em vigor.

No sentido de conjunto de direitos e sistema de relações, tem-se a definição sugerida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que define a governança corporativa como “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal”.³⁴⁴ Finalmente, como sistema de governo e de poder, tem-se como exemplo a definição elaborada por Rabelo e Silveira, que a entendem como um conjunto de questões relativas aos mecanismos de controle utilizados nas grandes corporações.³⁴⁵

Empiricamente, pode-se identificar diversos modelos de governança distintos e sua conformação depende do ambiente em que tais modelos foram desenvolvidos – o que inclui condições culturais, históricas, econômicas e institucionais. As classificações variam conforme o autor consultado, mas dois dos modelos mais frequentemente referidos são o *shareholder-oriented* e o *stakeholder-oriented model*, em decorrência de sua importância relativa e de uma certa contraposição observada entre ambos.

Na sua origem, o *shareholder-oriented model* tem como ambiente econômico um cenário empresarial caracterizado pela pulverização da propriedade acionária, com separação entre a propriedade e a gestão, além da proteção aos acionistas minoritários, o que se observa nos Estados Unidos e na Inglaterra. Segundo este modelo, todas as decisões devem ser tomadas tendo-se como foco a criação de valor para o proprietário, obtida por meio da valorização das ações por ele detidas.

³⁴³ SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*, p. 3.

³⁴⁴ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança corporativa*, p. 1.

³⁴⁵ RABELO, Flávio; SILVEIRA, José M. *Estruturas de governança e governança corporativa*, p. 6.

Os acionistas são *residual claimants* no tocante ao patrimônio, e a função primordial dos administradores é a de aumentar o valor da companhia. Sob este modelo, enquanto fiscalizador da atividade dos executivos, o papel do conselho de administração tem como parâmetro de medida de desempenho essa necessidade de agregação de valor à companhia.

Há ainda o *stakeholder-oriented model* que, ao contrário do anterior, tem como característica a influência de terceiros sobre a gestão da companhia (aqui entendidos como aqueles que não são acionistas nem administradores). Na origem, esse outro modelo se caracterizou pela forte influência dos bancos, em face da sua importância no financiamento dos empreendimentos, e pela menor força dos mercados acionários como forma de controle do desempenho da administração. Ao contrário do modelo anterior, observável em países anglo-saxões, o *stakeholder-oriented model* é predominante nos países da Europa continental – mais especificamente, Alemanha.

De acordo com esse segundo modelo, um dos objetivos é promover o equilíbrio entre os conflitantes interesses de todos os *stakeholders* da companhia. Está implícito no modelo o pressuposto de que o valor das ações será maximizado no longo prazo se a companhia apresentar contribuição satisfatória para objetivos mais amplos, incluindo o atendimento a interesses de credores, fornecedores, empregados, clientes e, de forma mais ampla, da sociedade em geral.³⁴⁶ Em alguns países, prevê-se que esses *stakeholders* participem da administração da companhia, como é o caso da Alemanha (*Aktiengesetz*), de forma a viabilizar o atingimento desses objetivos.³⁴⁷

Neste ponto, é importante se fazer uma contraposição entre os dois modelos e observar que, em geral, os *stakeholders* têm direito a uma remuneração fixa (*e.g.*, determinada contratualmente como remuneração sobre um mútuo) e preferem aos acionistas no caso de liquidação da companhia. Mesmo considerada tal necessidade de remuneração dos *stakeholders*, todas as decisões com fundamento no *shareholder-oriented model* possuem como objetivo final a maximização da riqueza do acionista.

Mas, segundo a lógica acima referida, como ficam os interesses de outros *stakeholders*, que também têm interesses, mas que não são diretamente quantificáveis ou

³⁴⁶ RUSSO, D. *et al.* *Governance of securities clearing and settlement systems*, p. 8.

³⁴⁷ Conforme se verá adiante, este também é o caso de algumas bolsas constituídas sob a forma de sociedades anônimas, em especial na Ásia.

objeto de uma relação contratual? Segundo observam Russo *et al.*, nestes casos os interesses desses outros *stakeholders* serão levados em consideração apenas quando o seu atendimento, numa perspectiva de longo prazo, interessar aos acionistas e no pressuposto de que a maximização da riqueza do acionista também representa a consecução de interesses mais amplos.³⁴⁸

A adoção de um ou outro modelo traz conseqüências importantes para o funcionamento de órgãos como o conselho de administração. No modelo orientado pelos interesses dos acionistas, o fato de os conselheiros poderem ser responsabilizados apenas por deixar de considerar os interesses dos acionistas pode conduzir a um espectro mais limitado de potenciais conflitos de interesses. Por sua vez, no *stakeholder model* há um potencial maior de surgimento de conflitos de interesses no processo decisório interno, uma vez que o atendimento de interesses mais amplos (dentro do qual podemos inserir o interesse público envolvido nas atividades de uma companhia), em muitos casos, pode ser contrário aos interesses dos acionistas.

Em outros países, como na América Latina, pode-se dizer que há modelos com fontes de financiamento menos definidas, em geral com propriedade acionária concentrada, com a existência de grupos empresariais com controle familiar e justaposição de propriedade e controle. Em termos comparativos, a proteção aos acionistas minoritários é baixa, especialmente quando comparada àquela oferecida nos países anglo-saxões.³⁴⁹

De qualquer forma, a caracterização de determinado modelo sofre influência de determinadas opções legislativas, em especial das leis que regulam a organização e o funcionamento das companhias. Adicionalmente, diversas iniciativas governamentais e mesmo privadas – inclusive bolsas - têm adotado “códigos” ou editado “princípios” de melhores práticas de governança, muitas vezes com adesão voluntária, que servem de orientação para as companhias e as pessoas interessadas.

No Brasil, há diversas iniciativas nesse sentido. Em junho de 2002, a Comissão de Valores Mobiliários editou uma “cartilha” com recomendações de práticas de governança corporativa para as companhias abertas e incluiu, em normativos por ela editados, algumas

³⁴⁸ RUSSO, D. *Governance of securities clearing and settlement systems*, p. 8.

³⁴⁹ CARVALHO, Antonio Gledson. *Governança corporativa no Brasil em perspectiva*, p. 25-32.

exigências quanto a práticas de governança em situações específicas, como no caso dos fundos de investimento em participações.³⁵⁰

A exemplo do ocorrido em outros países, por iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo, em 2000, foram ainda criados segmentos especiais de listagem, que exigiam níveis diferenciados de governança corporativa para as companhias que voluntariamente se habilitassem a aderir – o que ficou conhecido genericamente como “Novo Mercado”.

Outro marco importante na evolução da governança corporativa no país foi a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, em 1995, que pioneiramente se ocupou da disseminação de conhecimentos nessa área. Sob seu patrocínio foi editado o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, em 1999, posteriormente revisado e ampliado em 2001.

Um importante marco institucional foi ainda a edição da Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, que promoveu diversas alterações na Lei n.º 6.404 e na Lei n.º 6.385, objetivando fortalecer os direitos de acionistas minoritários e ampliar os poderes da agência reguladora do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários. Dentre outras alterações, incluem-se a redução na proporção de ações preferenciais para um máximo de 50%, a possibilidade de eleição de um membro do conselho de administração por titulares de ações preferenciais, a volta do chamado *tag-along* para as ações ordinárias e outras medidas.³⁵¹

No caso específico das bolsas brasileiras, observa-se que as questões de governança não despertavam grande atenção no período anterior à desmutualização. É certo que as diversas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), iniciadas com a Resolução CMN n.º 39/66, ainda na década de 1960, apresentaram algumas linhas quanto à forma de organização interna da bolsa, a responsabilidade dos seus órgãos internos, o

³⁵⁰ Vide a Instrução CVM n.º 391, cujo art. 2º, §4º exige que “[...] as companhias fechadas [cujas ações podem compor as carteiras dos fundos] deverão seguir as seguintes práticas de governança: I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração; III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia; IV – adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.”

³⁵¹ Para uma extensa análise das alterações, vide CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*.

funcionamento das assembleias, o exercício do direito de voto e algumas outras normas quanto à prestação de contas pelos administradores das bolsas de valores. Após essa primeira resolução, num processo de aprimoramento contínuo, o CMN continuou a regular a matéria até a Resolução CMN n.º 2.690/00.

O que se observou na regulamentação do Conselho Monetário Nacional foi uma tentativa de aproximação do modelo organizacional das bolsas – então constituídas como associações – da estrutura constante da Lei n.º 6.404/76 e aplicável às sociedades por ações. Evidentemente não se procurou reproduzir na regulamentação o exato conteúdo da lei, mas observa-se uma tentativa de aproveitamento de algumas regras impostas pela lei do anonimato, e que, em certa medida, revelavam-se eficazes. Esse é o caso da exigência de conselho de administração, do padrão de demonstrações financeiras, de certas regras de realização de assembleias e assim por diante.

As discussões em torno do melhor modelo da governança aplicável às bolsas (como associações) eram muito limitadas e por muito tempo não mereceram grande atenção. Mudanças pontuais foram efetuadas pelo Conselho Monetário Nacional na regulamentação, de forma a aprimorá-la, mas sem uma pressão muito grande, por exemplo, derivada de possíveis conflitos de interesses, no mesmo grau que se observa para as bolsas desmutualizadas.

Com a conversão da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros em companhias abertas, ambas as instituições optaram por aderir ao chamado “Novo Mercado”, um segmento de listagem de companhias abertas no qual estas, voluntariamente, comprometem-se a adotar melhores práticas de governança corporativa. Assim, por ocasião do lançamento de suas ações no mercado, as duas bolsas brasileiras optaram pela adoção de altos padrões de governança corporativa.

Mas não são esses padrões que interessam ao presente trabalho. Sob o sistema de adesão voluntária, as regras do “Novo Mercado” são aplicáveis a todas as companhias abertas, indistintamente, sem diferenciação quanto ao setor de atuação de cada uma delas. Mas, de outro lado, conforme já explicitado anteriormente, as bolsas exercem um papel fundamental para a economia brasileira, e, nesta medida, sempre foram objeto de atenção especial do Estado.

No caso específico das bolsas desmutualizadas, os diversos órgãos estatais passaram a exigir das bolsas práticas diferenciadas de governança, em razão do interesse

público envolvido na sua atividade e da existência de conflitos de interesses potenciais, em especial na conciliação entre o objetivo de maximização do valor das ações e o atendimento dos deveres de auto-regulação, derivados de comando legal expresso nesse sentido. É o que se passa a analisar na seção a seguir.

5.2. As práticas de governança corporativa no ambiente bursátil

Não restam dúvidas quanto à importância das bolsas para o funcionamento dos mercados financeiro e de capitais, seja no Brasil, seja no exterior. Com já discutido em seções anteriores, o funcionamento eficiente e regular das bolsas é fundamental e deve ser objeto de preocupação por parte dos órgãos reguladores de cada mercado.

Com efeito, à medida que as bolsas se movimentaram no sentido de adotar um modelo organizacional de entidades com fins lucrativos, na esteira da intensificação da competição e das diversas mudanças ocorridas na estrutura e funcionamento dos mercados financeiro e de capitais, diversas questões surgiram no tocante ao papel esperado dessas bolsas como reguladoras. Essas questões estão fundamentalmente atreladas à possível ausência de compatibilidade entre o objetivo de maximização do valor das ações e o adequado cumprimento de seus deveres de entidades auto-reguladoras.

Conforme já visto no capítulo anterior, a literatura econômica identifica diversos fatores de risco atrelados a essa possível incompatibilidade entre a maximização do retorno para os acionistas da bolsa e a defesa do interesse público. Uma vez que não há notícia de órgãos reguladores que tenham impedido mudança na forma de organização da bolsa, para o de entidade com fins lucrativos, o desafio que se apresenta diante dos órgãos reguladores é o de equilibrar esse fito de lucro vis-à-vis o atendimento do interesse público inerente à atividade bursátil.

Assim, a experiência internacional demonstra que as mudanças na forma de organização das bolsas devem ser seguidas de uma alteração no tratamento a elas destinado pelos órgãos reguladores de mercado. Os riscos advindos da nova estrutura organizacional das bolsas devem ser administrados por esses órgãos, de modo a não se comprometer o importante papel das bolsas para a economia, sem que se negue a elas a opção por uma forma organizacional adaptada à nova realidade competitiva.

De acordo com o caso em estudo, a natureza e o grau desses riscos variam, em especial conforme o país e respectivo mercado que se analisa. Conforme já visto, a despeito de algumas características comuns, as bolsas possuem diferentes origens históricas, estruturas e responsabilidades no cumprimento de seu papel de entidades auto-reguladoras do mercado, de acordo com o caso concreto. A análise da experiência regulatória de diferentes países no ambiente pós-desmutualização revela um respeito a essas diferenças, mas, ao mesmo tempo, deixa transparente que o novo tratamento dado pelos órgãos reguladores estatais é diferenciado e não pode ignorar os novos desafios trazidos pela novel estrutura organizacional criada pelas bolsas.

Todavia, cada uma das alternativas regulatórias mantém algumas características comuns, com a exigência de autorização prévia para funcionamento, de apresentação de requisitos técnicos mínimos que possibilitem o adequado oferecimento de serviços ao mercado, bem como o atendimento aos objetivos de manutenção de um mercado eficiente, regular e que proporcione segurança e proteção aos investidores. Com efeito, um ponto que recebeu atenção dos diversos reguladores foi o das práticas de governança corporativa que deveriam ser adotadas pelas bolsas, uma vez que se entendeu que - obedecidos determinados critérios de distribuição de poder e de responsabilidades entre diversos órgãos internos à bolsa (ou, conforme se verá, até mesmo entre pessoas fora da estrutura societária) - o equilíbrio entre o interesse social de persecução do lucro e o interesse público de cumprimento de seus deveres de entidade auto-reguladora poderia ser melhor alcançado.

A partir do estudo da regulamentação local e estrangeira, observa-se que essas práticas específicas de governança corporativa para as bolsas abordam quatro pontos principais: (i) a exigência de adoção de determinados arranjos organizacionais internos à bolsa; (ii) a composição dos órgãos da administração, em especial do conselho de administração; (iii) requisitos específicos de prestação de contas por parte da bolsa, em benefício do público ou dos órgãos reguladores estatais; e (iv) restrições à propriedade das ações de emissão da bolsa, de suas controladoras ou ao exercício do direito de voto nas assembleias. Esses quatro aspectos são analisados na seção a seguir, com foco nas soluções adotadas para cada caso, em âmbito internacional. A solução adotada pelo órgão regulador brasileiro, traduzida na Instrução CVM n.º 461/07, é apresentada no capítulo VI.

5.3. Novas exigências com relação à governança corporativa: experiências observadas no exterior

Conforme discutido, como resposta às alterações observadas nas formas de organização das bolsas, diversos órgãos reguladores adotaram medidas que visam a adaptar o arcabouço regulatório aplicável a tais entidades, uma vez que, na maioria dos casos, as leis e normas infralegais desconsideravam a possibilidade de constituição de uma bolsa como sociedade anônima. As novas regras de organização foram precedidas de intensos debates, em especial no âmbito da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), que editou um primeiro documento a respeito do tema apenas em 2000.

Na ocasião, após estudar a postura de diversos órgãos reguladores que haviam enfrentado a matéria, a referida organização internacional reconheceu que os desafios impostos pelas novas estruturas organizacionais das bolsas receberam tratamentos diferenciados, resultando a opção para cada uma das alternativas de “circunstâncias únicas ou diferentes filosofias” e que, em razão da importância das bolsas para o sistema financeiro e econômico de cada país, a questão mereceria atenção das autoridades.³⁵² Em documento editado no ano seguinte, a IOSCO reconheceu ainda que não há uma solução regulatória universal a ser seguida, ao entender que as exigências de cada órgão regulador dependeriam da avaliação das particularidades de seu país (sociais, culturais, legais), em especial no tocante à existência e administração dos conflitos de interesses.³⁵³

5.3.1. Arranjos organizacionais

Em termos de exigências de arranjos organizacionais, após o estudo das soluções adotadas em diversos países, pode-se dizer que o objetivo inicial é o de tentar assegurar que os interesses comerciais da bolsa não contaminem as suas atividades como entidade auto-reguladora de mercado, e que, quando houver um conflito dessa natureza, que a

³⁵² INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Discussion paper on stock exchange demutualization*, p. 12. À época já havia algumas bolsas com fins lucrativos constituídas anteriormente a esta data, como a *Australian Stock Exchange*, a *Hong Kong Stock & Futures Exchanges* e a *Toronto Stock Exchange*.

³⁵³ No original, ‘*there is no universal right regulatory path to follow*’ (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Issue paper on exchange demutualization*, p. 15.)

decisão seja de responsabilidade de uma pessoa ou órgão com independência e qualificação suficientes para sopesar os dois aspectos conflitantes, conforme já discutido anteriormente. De forma a se viabilizar o adequado tratamento da questão organizacional, o que se observa é uma tendência à segregação da área da bolsa que seja responsável pelo cumprimento das funções de auto-regulação, a fim de reduzir a influência exercida pelos acionistas ou pelos administradores responsáveis pelas demais atividades da bolsa.

Essa separação pode se consubstanciar em diversas medidas práticas: separação física das pessoas responsáveis pelas funções de auto-regulação (com a criação de *chinese walls*), ausência de subordinação hierárquica da área de auto-regulação relativamente ao executivo principal da bolsa, criação de certas salvaguardas para o executivo responsável pelas funções regulatórias da bolsa (*e.g.*, mandato com prazo fixo) e assim por diante. Outra solução possível é a própria atribuição das funções de auto-regulação para uma pessoa jurídica à parte, com maior ou total independência em relação à administração e aos acionistas da bolsa.

Uma das soluções mais comumente encontradas é a de direta subordinação da área responsável pela regulação ao conselho de administração, órgão para o qual caberia uma prestação de contas da atividade exercida pelo departamento em questão. Ou, em outros casos, para um comitê de regulação do referido conselho, normalmente composto exclusivamente pelos seus conselheiros independentes.

Por exemplo, na *Australian Stock Exchange* (ASX) foi criada uma subsidiária com a finalidade específica de atendimento do dever de auto-regulação, e a sua administração está a cargo de um executivo (*Chief Supervision Officer* - CSO) especialmente dedicado a essa função. Funcionalmente, esse executivo reporta-se diretamente ao conselho de administração da subsidiária e da própria ASX, sem qualquer contato ou relação hierárquica com a diretoria da bolsa.³⁵⁴

Já no Canadá, a *Bourse de Montréal* criou internamente ao conselho de administração um comitê especial de assuntos de regulação, ao qual se reporta a divisão da bolsa voltada para o cumprimento das funções de sua auto-regulação, o que lhe assegura uma maior independência e liberdade de ação. Já na França a alternativa utilizada pela bolsa

³⁵⁴ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 14.

Euronext não foi pela criação de um comitê dentro do conselho de administração, mas de subordinação direta da área de auto-regulação ao órgão como um todo.

Contudo, em casos mais extremos, conforme já mencionado, o que se observa é a completa retirada de funções de áreas internas da bolsa e sua transferência para pessoas jurídicas distintas e independentes da bolsa, tanto do ponto de vista societário quanto administrativo. Em alguns casos, esse tipo de situação pode ser decorrente do fato de que determinadas funções regulatórias, acaso mantidas sob a responsabilidade de bolsa desmutualizada, poderiam distorcer ou impedir a competição no mercado, em razão da natureza da atividade em questão.

A IOSCO apresenta alguns exemplos a respeito.³⁵⁵ O primeiro deles é o da *UK Listing Authority* e da *London Stock Exchange (LSE)*. Em 2001, por exigência da *Financial Services Authority (FSA)*, o órgão regulador britânico, a função de concessão do registro de companhia aberta, necessário à admissão dos valores mobiliários para a negociação em bolsa, era concedida pela própria LSE. Todavia, com a desmutualização dessa bolsa, as autoridades decidiram transferir a função de registro de companhia para a própria FSA, para que a London Stock Exchange não pudesse se beneficiar da prestação desse serviço às companhias ingressantes no mercado, em detrimento de suas concorrentes (outras bolsas ou centros de negociação).

Situações análogas ocorreram em Hong Kong, após a fusão das diversas bolsas e entidades de compensação e liquidação e a subsequente desmutualização da instituição remanescente e, em Cingapura, desde 2003. Nos dois casos as funções de monitoramento de intermediários, que incluíam a verificação da adequação de capital, inspeções *in loco* e monitoramento do cumprimento de regras do mercado, foram transferidas das bolsas para as respectivas autoridades reguladoras estatais. Descontada a questão da existência de potenciais conflitos de interesses no exercício dessas funções pelas bolsas, ainda que, em certa medida, a regulação exclusivamente estatal tenha suas limitações, é certo que a transferência dessas responsabilidades para um único órgão eliminou eventuais redundâncias na execução de trabalhos de supervisão, bem como separou de modo mais objetivo as responsabilidades dos órgãos estatais e privados em matéria de regulação dos participantes do mercado.

³⁵⁵ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 21.

A utilização de terceiros para o exercício das funções de auto-regulação também pode obedecer a uma lógica de eficiência, praticidade e conveniência, conforme as circunstâncias particulares de cada caso, desde que admitida pela regulamentação aplicável. É o que pode acontecer nos casos de mercados mais fragmentados e com maior competição, em que há diversos centros de negociação distintos, sem que um deles mantenha uma participação dominante em relação aos demais.

Por exemplo, no Canadá parte das funções de auto-regulação da *Toronto Stock Exchange* (TSE) é desempenhada por um terceiro organismo, a *Market Regulation Services* (RS), que também presta o mesmo serviço para diversos *Alternative Trading Systems* (ATS) atuantes naquele país. Em certa medida, o mesmo acontece no caso americano, onde a *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), sucessora da NASD - *National Association of Securities Dealers*, também exerce as funções de auto-regulação antes atribuídas a diversas bolsas de valores americanas.³⁵⁶

5.3.2. A composição do conselho de administração

Uma das medidas mais comuns encontradas na regulamentação alienígena diz respeito à composição do conselho de administração das bolsas, ou, dependendo do caso, das sociedades que, por via indireta, exercem o controle da bolsa, por exemplo, nos casos em que existe uma sociedade *holding* controladora. A idéia subjacente à criação de normas de composição do conselho de administração é a de assegurar que determinada parcela dos conselheiros possa representar adequadamente o interesse público, ou que, pelo menos, tenha a independência necessária para, no processo decisório, considerar a necessidade de cumprimento das responsabilidades da bolsa como entidade auto-reguladora. A questão da composição é controversa e é fonte de certas dificuldades, tanto no plano teórico, ao considerarmos o papel esperado de um conselheiro de administração na defesa dos interesses sociais, quanto prático, que se traduz na complexidade da tarefa de se identificar uma pessoa

³⁵⁶ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 21. Além da supervisão das operações da NASDAQ e da *New York Stock Exchange*, a FINRA presta serviços para outras três bolsas americanas: *American Stock Exchange*, *International Securities Exchange* e *Chicago Climate Exchange*.

com tais qualificações, e, mais ainda, de se aferir se o conselheiro “representante do interesse público”, no exercício de seu mandato, tem se desincumbido de suas tarefas.

Algumas bolsas e seus respectivos órgãos reguladores estatais prevêm a existência de “conselheiros independentes”, sendo a exigência, em algumas situações, preexistente ao advento da desmutualização, como é o caso da Alemanha, Índia, México, Reino Unido e Estados Unidos.³⁵⁷ O papel desses “conselheiros independentes” varia de acordo com a situação em estudo, em especial como decorrência da legislação aplicável a cada país, não apenas especificamente em relação às bolsas, mas àquela relativa aos deveres dos administradores de companhias em geral, sejam abertas ou fechadas.

Por exemplo, no caso brasileiro, a regra anterior à Instrução CVM n.º 461/07, a Resolução CMN n.º 2.690/00, exigia que os conselhos de administração das bolsas possuíssem um “representante” das companhias abertas e um outro dos investidores individuais (entendidos como aqueles não qualificados como “institucionais”).³⁵⁸ Os requisitos que deveriam ser preenchidos pelos dois conselheiros em questão seriam os de ausência de relações empregatícias, participação em órgão de administração ou de prestação de serviços à sociedade membro da bolsa, de participação direta ou indireta no capital social (dentro de algumas limitações), bem como de relação como cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau com sócio ou administrador de sociedade membro da bolsa.³⁵⁹

Em outros países há soluções diferentes. Na Espanha, o órgão regulador optou por não disciplinar especificamente a matéria, após a desmutualização das bolsas locais, para não haver exigências específicas nesse sentido. Por sua vez, a Diretiva de Instrumentos Financeiros da Comunidade Européia faz uma referência genérica à matéria, ao exigir que as bolsas possuam instâncias apropriadas para a solução de eventuais conflitos entre os interesses da própria bolsa, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, a fim de assegurar seu funcionamento eficiente e regular.

³⁵⁷ Algumas regulamentações utilizam o termo *public director* enquanto outras preferem *independent director*.

³⁵⁸ Resolução CMN n.º 2.690/00: “Art. 13. O Conselho de Administração será integrado, no mínimo por sete e, no máximo, por treze conselheiros, devendo o estatuto social da bolsa de valores estabelecer, além do que for exigido pela legislação aplicável, as regras relativas a sua composição. Parágrafo 1º Integrarão o Conselho de Administração, obrigatoriamente, um representante dos investidores não qualificados como institucionais e um representante de companhias abertas cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação, em se tratando de bolsa no âmbito da qual sejam negociados valores mobiliários.”

³⁵⁹ Art. 17 da Resolução CMN n.º 2.690/00.

Já na Índia, a lei de valores mobiliários de 2004 exige que o número de conselheiros indicados pelos corretores seja limitado ao percentual máximo de 25% do número total de integrantes do conselho de administração. Outros 25% são indicados pelo órgão regulador estatal, a *Securities and Exchange Board of India*, enquanto os demais 50% dos cargos são livremente preenchidos pelos acionistas.³⁶⁰

No México, há limitações diferenciadas. Segundo o art. 241 da *Ley del Mercado de Valores*, de 30 de dezembro de 2005, as bolsas mexicanas devem contar com um conselho de administração que possua, no mínimo cinco e no máximo quinze conselheiros. Destes, pelo menos 25% devem ser considerados conselheiros “independentes”, sem relação com as instituições participantes do mercado financeiro e de capitais. No Canadá, a exigência é ainda maior: pelo menos 50% dos membros do conselho de administração devem ser independentes, por exigência dos órgãos reguladores locais (*Ontario Securities Commission* e *Autorité des Marchés Financiers*). A exigência se aplica tanto para a *Toronto Stock Exchange* quanto para a *Bourse de Montréal*.

Nos Estados Unidos, as soluções são diferenciadas e variam de acordo com a instituição em estudo. No caso das bolsas de derivativos sob a competência regulamentar da *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), existe a exigência de que a maior parte dos membros do conselho sejam independentes. Já nas bolsas de valores sujeitas à regulação da *Securities and Exchange Commission* (SEC), as propostas submetidas pelas bolsas são analisadas em face de certos princípios gerais do *Securities Exchange Act* e de outras normas da própria SEC. Assim, os estatutos sociais das bolsas devem observar esses preceitos, em especial a *Section 6, (b), (3)*, que exige a representação equitativa dos diversos membros no *board of directors*, e que haja pelos menos um representante das companhias emissoras e outro dos investidores, sem ligações com qualquer membro da bolsa ou outro intermediário de mercado.

Pode-se observar que no caso americano as soluções adotadas variam em função da instituição em estudo. Na *American Stock Exchange*, após a desmutualização, os conselheiros independentes eram oito, de um total de 18 membros. Na *Boston Stock Exchange*

³⁶⁰ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 13.

era a metade do total de integrantes. Curiosamente, na *New York Stock Exchange* os conselheiros independentes deveriam preencher todos os cargos à disposição no órgão.

5.3.3. Prestação de contas e transferência de funções

Um outro aspecto explorado pela regulação estrangeira tem sido o de estabelecer diversos canais de comunicação entre o órgão regulador estatal e as bolsas, de maneira que essas últimas possam apresentar periodicamente os resultados do exercício de suas funções de entidades auto-reguladoras. Dessa forma, é possível se estabelecer um monitoramento mais efetivo e intenso, para que o Estado possa avaliar de modo mais adequado e ágil o desempenho da bolsa na supervisão das pessoas e operações sujeitas ao seu poder de auto-regulação.

Esse monitoramento mais intenso pode se dar de diversas formas. No Canadá, na Malásia e em Cingapura, os respectivos órgãos reguladores incluíram em suas rotinas de inspeções das pessoas sujeitas a sua competência regulamentar uma visita às bolsas, incluindo o exame da documentação relativa ao exercício de suas funções regulatórias. Essa visita periódica dos órgãos reguladores tem por objetivo avaliar se a bolsa tem destinado recursos suficientes para essa tarefa, de forma que se proceda a uma análise quantitativa e qualitativa das tarefas realizadas a esse respeito pela entidade auto-reguladora. Os resultados dessas visitas servem de referência para eventuais alterações nas exigências feitas pelo órgão estatal, relativamente à necessidade de adequado cumprimento do dever de auto-regulação pela bolsa em estudo.

Outros países optam por um monitoramento menos intensivo, e, pelo menos numa primeira etapa, a supervisão das atividades da bolsa limita-se ao estudo de um relatório anual que deve ser preparado pelas bolsas, especificamente voltado para a apresentação de suas atividades de regulação. Essa opção é utilizada por países como a Austrália, França, Itália, Malásia, Cingapura e Espanha.³⁶¹

Em matéria de apresentação de resultados ao órgão estatal, um segundo aspecto a ser considerado é o dos arranjos específicos criados para os casos em que a bolsa de valores

³⁶¹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 13.

admite à negociação as ações de sua própria emissão, a chamada auto-listagem (*self-listing*). Para essas situações, evidentemente aplicáveis apenas nos casos em que a bolsa efetuou a oferta pública de suas ações, diversas medidas foram adotadas para um maior monitoramento da atividade de supervisão da negociação desses papéis no mercado.³⁶²

Na verdade, nesses casos há duas fontes potenciais de conflitos: (i) a necessidade de supervisão do cumprimento das regras pela bolsa, derivadas do seu registro de companhia aberta, como exigências de *disclosure*; e (ii) a supervisão das operações no mercado secundário, com ações de emissão da própria bolsa de valores. Nem todas as bolsas de valores no mundo exercem a primeira função, pois em muitos países o exame do cumprimento das exigências legais e regulamentares pelas companhias abertas é efetuado diretamente pelo órgão regulador e não pela bolsa que admite as ações à negociação.

Nos casos em que a função de monitoramento das companhias cabe à bolsa, uma das alternativas adotadas foi a transferência desse papel de supervisão para o órgão regulador, exclusivamente no caso da companhia bolsa de valores. O monitoramento das demais companhias continua com essa última instituição, na forma estabelecida na regulamentação em vigor. Trata-se da solução adotada por países como Austrália, Canadá, Hong Kong, Japão, Malásia e Cingapura, onde tanto o processo anterior à listagem como o monitoramento posterior da bolsa enquanto companhia aberta ficou a cargo do órgão regulador estatal.³⁶³

Já no tocante à supervisão das operações no mercado secundário com ações de emissão da bolsa, solução semelhante foi adotada pelos órgãos reguladores da Austrália, Malásia e Cingapura, onde a responsabilidade por essa atividade foi totalmente transferida para o órgão regulador oficial, não tendo mais a bolsa, pelo menos em princípio, qualquer responsabilidade a respeito. Todavia, em países em que o dever de auto-regulação é transferido para uma terceira instituição, como é o caso do Canadá, parte dessas funções regulatórias são desempenhadas pela *Market Regulation Services* (RS), em favor da *Toronto Stock Exchange* (TSE), não se encontrou justificativa para a absorção desse papel pelo auto-

³⁶² Apesar de não ser considerada uma auto-listagem em sentido estrito, a mesma preocupação se aplica nos casos em que a bolsa admite à negociação ações de emissão de sua controladora ou outras sociedades controladas ou coligadas.

³⁶³ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 19.

regulador, uma vez que eventuais conflitos de interesses, a esse respeito, seriam mitigados em razão da separação existente entre a RS e a TSE.

Um outro aspecto a ser considerado diz respeito à supervisão da negociação das ações de emissão de outras companhias abertas que possam ser consideradas competidoras da bolsa. A esse respeito, por exigência da regulamentação, em certos países foram criados comitês internos nas bolsas especialmente dedicados à tarefa de avaliar situações em que possa haver alguma suspeita de conflitos. Esses comitês devem notificar o regulador acerca da ocorrência dessas modalidades de situações conflitantes, bem como informar as medidas adotadas para contorná-las e apresentar as justificativas para as decisões tomadas. Com algumas variações, esse tipo de prestação de contas ao órgão regulador estatal é observado no Canadá, em Cingapura, no Japão e em Hong Kong.³⁶⁴

5.3.4. Questões ligadas à propriedade de ações ou ao exercício do direito de voto

Uma medida relativamente freqüente - que consta dos diversos arcabouços regulatórios nacionais - diz respeito a regras quanto à aquisição de participação acionária nas bolsas ou em suas sociedades controladoras, assim como em relação ao exercício do direito de voto nessas mesmas instituições. Algum tipo de exigência a esse respeito consta da regulamentação de países como Austrália, Canadá, França, Alemanha, Hong Kong, Índia, Itália, Japão, Malásia, México, Cingapura, Espanha, Reino Unido e Estados Unidos.³⁶⁵

A questão passou a ser mais relevante a partir da desmutualização, uma vez que anteriormente o controle das bolsas era mantido pelos próprios membros, que, em geral, mantinham uma participação limitada no capital (pelo menos a princípio, com o objetivo primordial de ter acesso aos pregões ou aos sistemas eletrônicos de negociação), o que dificultava o surgimento de um “controlador” para a bolsa. Todavia, com a sua transformação em sociedades com fins lucrativos, em geral sob a forma de sociedade anônima, o aparecimento de um controlador passou a ser uma possibilidade real, como aliás demonstram os recentes processos de fusões e reestruturações de bolsas em todo o mundo.

³⁶⁴ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 10.

³⁶⁵ Para uma extensa apresentação desses aspectos, vide INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, op. cit., p. 15-18.

As alternativas para o tratamento da questão da propriedade acionária ou do exercício do direito de voto, utilizadas pelos diversos países, podem incluir uma ou mais das seguintes opções:

- a) estabelecer certas exigências aplicáveis ao controlador ou outros acionistas com participação relevante no capital da bolsa;
- b) impor necessidade de comunicação prévia de aquisição de participação acionária relevante na bolsa ou exigir sua divulgação pública;
- c) instituir barreiras de participação máxima no capital de bolsa, com necessidade de aprovação governamental.

Cada país utiliza uma ou mais dessas modalidades, conforme a regulação aplicável. No Canadá, a *Section 21.11* do *Securities Act* de Ontário (aplicável às entidades sob a competência regulamentar da *Ontario Securities Commission* - OSC) limita a propriedade individual das ações emitidas pela *Toronto Stock Exchange* a 10% do total, salvo nos casos em que prévia autorização da OSC seja concedida. Limitação idêntica foi imposta pela *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), órgão regulador da província de Québec, relativamente à *Bourse de Montréal*. Aquisições de participação inferiores a esse percentual e superiores a 5% exigiriam uma divulgação pública da informação, mas sem necessidade de manifestação do órgão regulador.

Em torno do modelo canadense há diversas variações, algumas com maiores restrições e outras mais liberais. Como exemplos dessa última vertente, tem-se o da Itália, o do Reino Unido e o dos Estados Unidos, países em que há a necessidade de divulgação pública de participação relevante (definida como 5%, 3% e 5%, respectivamente), mas sem a necessidade de aprovação prévia, pelo órgão regulador, de participações mais significativas no capital das bolsas. Alternativamente, foram criados outros mecanismos para o tratamento dessa questão.

No caso italiano, há uma exigência de simples notificação do órgão regulador de mercado, a cada acréscimo de participação de 5%. Todavia, há uma exigência de que o acionista adquirente de participação relevante (bem como seus administradores, no caso de pessoa jurídica) não pode ter sido condenado por crimes falimentares, relacionados ao mercado financeiro, ou contra a administração ou ordem públicas.

Já no Reino Unido não existe a mesma exigência, mas, após ser superada a participação de 3%, os acionistas devem divulgar publicamente cada aquisição que incrementa

sua participação em 1%. Por sua vez, nos Estados Unidos, a despeito das mesmas exigências observadas na Itália e no Reino Unido, os estatutos de diversas bolsas impuseram uma participação máxima de 20% no capital, para os intermediários e pessoas ligadas, e de 40% para outros acionistas, bem como uma limitação de exercício do direito de voto, fixada em 20%. As iniciativas foram aprovadas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Em outras situações pode-se observar regras mais estritas, com maiores poderes atribuídos ao órgão regulador nos casos de aquisição de participação acionária relevante e exercício do poder de voto. É o caso da Alemanha, onde o órgão regulador, mediante decisão fundamentada, pode impedir a efetivação da aquisição de uma participação acionária direta ou indireta superior a 10% do capital da bolsa. Autorizações governamentais expressas também são necessárias no caso da Malásia (5%).

No Japão, os limites impostos à propriedade de ações com direito a voto possuem três patamares: nenhuma pessoa pode deter mais de 50% dos direitos de voto. Ao mesmo tempo, qualquer pessoa que pretenda adquirir ações que representam uma participação superior a 20% do capital votante dependerá de autorização do órgão regulador. E, finalmente, qualquer aquisição de participação acionária que implique participação superior a cinco por cento das ações com direito a voto deverá ser comunicada à *Financial Services Authority* (FSA).

Outros países com regras muito restritivas são a Índia e a Austrália. No primeiro, é vedada a aquisição de participação no capital superior a 15%, por um acionista ou grupo que atue em conjunto, em qualquer hipótese. Também na Austrália nenhuma pessoa (individualmente ou por meio de pessoas que representem um mesmo interesse) pode deter mais de quinze por cento dos direitos de voto (seja a *Sydney Futures Exchange* - SFE ou a *Australian Stock Exchange* - ASX), direta ou indiretamente. A norma em vigor - o *Corporations Act* de 2001 - prevê ainda que o percentual de 15% seja majorado mediante decisão expressa e fundamentada do ministro das Finanças do país.

No México, também foram estabelecidos diversos limites. Além de restrições à participação majoritária no capital das bolsas (a participação individual máxima é de 10% do capital, e a bolsa só pode emitir ações com direito a voto). O art. 237 da *Ley del Mercado de Valores* de 2005 também veda a participação de pessoas jurídicas sob controle estatal estrangeiro. Há outra limitação importante: pessoas que possuam participação acionária

superior a 10% em qualquer instituição financeira ou sociedade participante do mercado estão impedidas de participar do capital da bolsa.

A existência dessas limitações ao aumento de participação acionária, exigências de divulgação ou de notificação prévia de aquisições de participação é justificada pelo risco oferecido pelo exercício do controle (ou até mesmo de influência) por parte de acionistas “inapropriados”.³⁶⁶ Nesta categoria, poderiam ser incluídos os mais diversos tipos distintos de acionistas, conforme se depreende das próprias regras já citadas.

Por exemplo, pode haver o temor de que o controle da bolsa “nacional” seja assumido por estrangeiros, o que seria indesejável em razão da importância da infra-estrutura e dos serviços prestados pela bolsa para o desenvolvimento do país. No mesmo sentido, diversos países fazem referência à necessidade de aferição da conveniência de se autorizar a aquisição do controle de uma bolsa, de forma que seria necessária uma análise do perfil do adquirente (o que tem sido denominado teste do *fit and proper*).

Essa avaliação teria por objetivo verificar se o adquirente teria tanto a capacidade quanto a intenção de conduzir as atividades da bolsa de modo prudente, em obediência às regras aplicáveis e sem contrariar o interesse público envolvido no desenvolvimento da atividade bursátil. Nesse sentido, a Diretiva de Serviços Financeiros da Comunidade Européia passou a exigir que os países-membros exijam que as pessoas que estejam em posição de influenciar a administração dos mercados regulados (grupo no qual podemos incluir as bolsas) demonstrem a intenção e sejam capazes de administrá-los de maneira prudente e adequada.³⁶⁷

5.4 . Conclusão parcial

A questão das práticas de governança corporativa aplicáveis às bolsas possui uma dimensão adicional, em comparação à mesma temática aplicável a companhias que exploram outras atividades: devem ser adotados mecanismos que propiciem o atendimento,

³⁶⁶ A palavra é da própria IOSCO, conforme INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Regulatory issues arising from exchange evolution*, p. 15.

³⁶⁷ Para uma breve apresentação desses argumentos, vide INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, op. cit., p. 15.

pela bolsa, do interesse público inerente a sua atividade, que pode ser assegurado pelo adequado cumprimento de seu dever de auto-regulação.

Assim, estruturas diferenciadas de divisão de poderes e responsabilidades são observadas nas bolsas em todo o mundo, na maior parte dos casos por exigência estatal, uma vez que os órgãos reguladores oficiais, depois de identificarem novas fontes de conflitos de interesses em um ambiente pós-desmutualização, viram-se obrigados a exigir medidas que buscassem o atendimento do interesse público. Não obstante, ainda que exista uma relativa uniformidade quanto às fontes potenciais de conflitos, as soluções adotadas para cada órgão regulador e respectivas bolsas foram diferenciadas.

Mesmo em outras áreas da economia sujeitas à regulação estatal, a comparação de diferentes experiências regulatórias revela que não há caminhos únicos para o tratamento de certas falhas de mercado. No mercado de capitais, e, no caso específico, a regulação das atividades das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros não constitui exceção.

Na questão dos arranjos organizacionais, observou-se uma tentativa de segregação de funções, mas, a exemplo de outras tentativas de separação de atividades observadas no mercado de capitais (*e.g.*, gestão de recursos próprios e de terceiros), é necessário o monitoramento cotidiano da efetiva existência de separação e autonomia dos processos decisórios. Assim, a questão dos arranjos organizacionais encontra-se atrelada à necessidade de prestação de contas ao órgão regulador, o que possibilitará um acompanhamento mais estreito das atividades de auto-regulação.

Relativamente ao conselho de administração, as medidas adotadas, no sentido de tentar assegurar sua independência, são certamente louváveis, mas não deixam de despertar certo ceticismo. Ainda que os conselheiros sejam de fato completamente independentes e autônomos para tomar as decisões que lhes cabem, restaria uma dúvida quanto à atitude a ser tomada, à luz de seu compromisso legal para com a companhia, em decisões com flagrante conflito entre o dever de auto-regulação e a lucratividade da sociedade. Assim, como justificar perante o acionista uma decisão que seja prejudicial à rentabilidade da companhia, e, portanto aos acionistas que lhe outorgaram o mandato, em favor de um interesse público difuso e de difícil aferição?

Com relação à restrição à propriedade das ações ou ao exercício do direito de voto, observa-se que uma série de países impôs medidas nesse sentido, mas os resultados

práticos desse tipo de limitação ainda demandam alguma comprovação prática. Na maior parte dos países, a consequência inicial é a impossibilidade de aquisição do controle acionário da bolsa, sem expressa concordância dos reguladores de mercado. Mas não está demonstrado em que medida um controle compartilhado seria menos desejável que um controle majoritário, nos casos das bolsas, uma vez que diversos outros mecanismos que objetivam garantir a proteção do interesse público foram implementados.

CAPÍTULO VI. A NOVA DISCIPLINA NORMATIVA: A INSTRUÇÃO CVM N.º 461/07

Concomitantemente à aceleração do processo de desmutualização das duas bolsas brasileiras – a Bovespa e a BM&F, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou em 23 de outubro de 2007 a Instrução CVM n.º 461, que passou a disciplinar a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores e de mercadorias e futuros, conforme previsão contida na Lei n.º 6.385/76.³⁶⁸ A nova norma substituiu a Resolução CMN n.º 2.690/00, que regulamentava a matéria e que, conforme já visto, encontrava-se desatualizada em face da nova realidade organizacional das bolsas.

A nova norma foi editada algumas semanas após a constituição da Bolsa de Valores de São Paulo S.A., que assumiu as atividades da antiga associação em agosto de 2007. O mesmo aconteceu com a Bolsa de Mercadorias & Futuros, que realizou a assembléia que efetivou sua desmutualização em setembro de 2007. A edição do novo normativo foi precedida de uma audiência pública, período no qual os interessados puderam apresentar suas sugestões para o aperfeiçoamento da norma, a partir de uma minuta disponibilizada pela agência reguladora.

Em comparação ao regime anterior, a Instrução CVM n.º 461/07 promove um completo rompimento com o modelo utilizado desde a década de 1960. Conforme visto, após a edição da Lei n.º 4.728/65 foram editadas quatro Resoluções do Conselho Monetário

³⁶⁸ Lei n.º 6.385/76: “Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - editar normas gerais sobre: [...] c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento; d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa; f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso; h) condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento. II - definir: a) as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações; [...]”

Nacional (em 1966, 1984, 1989 e 2000), que, salvo alterações pontuais, mantiveram intactas as principais linhas criadas pela pioneira Resolução CMN n.º 39/66. Todavia, o novo normativo editado pela Comissão de Valores Mobiliários partiu de uma concepção diferente, e, a despeito de não exigir que as bolsas sejam constituídas como sociedades mercantis – ainda admitindo a forma de associação – possui diversos dispositivos voltados para o tratamento das questões oriundas dessa nova forma jurídica.

6.1. As opções do órgão regulador

O novo normativo não se restringiu às matérias disciplinadas pelas normas do Conselho Monetário Nacional que a antecederam. Tratou ainda de outros aspectos pontuais, ligados às regras aplicáveis às operações no balcão não-organizado e ao funcionamento do mercado de balcão organizado, de forma a agrupar esses dois mercados, mais a bolsa, no conceito de “mercados regulamentados de valores mobiliários”. A Instrução CVM n.º 461/07 também consolidou diversas regras que se encontravam esparsas entre outras instruções e deliberações da CVM, relativas aos três mercados regulamentados.³⁶⁹

Nas seções a seguir são analisados os principais aspectos abordados pelo novo normativo. Fica nítido o rompimento com o modelo regulatório anterior, bem como a adoção de diversas práticas observadas no exterior, relativamente à regulação das bolsas desmutualizadas. Também, são abordados alguns aspectos que foram objeto de comentários pelos interessados no processo de audiência pública que precedeu a edição do normativo.

6.1.1. Arranjos organizacionais

A Instrução CVM n.º 461/07 trata com detalhes de diversos aspectos ligados à organização interna das entidades administradoras de mercados organizados, que, conforme

³⁶⁹ Instruções CVM n.º 42, de 28 de fevereiro de 1985; n.º 179, de 13 de fevereiro de 1992, n.º 184, de 19 de março de 1992; n.º 203, de 07 de dezembro de 1993; n.º 263, de 21 de maio de 1997; n.º 344, de 17 de agosto de 2000; n.º 362, de 05 de março de 2002; n.º 379, de 12 de novembro de 2002; o art. 6º da Instrução CVM n.º 312, de 13 de agosto de 1999; os arts. 1º a 14 e 17 da Instrução CVM n.º 243, de 1º de março de 1996, Instrução CVM n.º 250, de 14 de junho de 1996; arts. 2º a 7º, caput e §1º do art. 8º, arts. 10, 13, 15 e 16 da Instrução CVM n.º 297, de 18 de dezembro de 1998; o parágrafo único do art. 1º e o art. 3º da Instrução CVM n.º 202, de 06 de dezembro de 1993; e a Deliberação CVM n.º 20, de 15 de fevereiro de 1985.

visto, podem ser tanto administradoras de mercados de bolsa quanto de balcão organizado. De forma geral há algumas exigências mais específicas para o caso das administradoras de mercados de bolsa, que serão destacadas ao longo deste texto.

Inicialmente, a norma admite que as entidades administradoras se constituam como associações ou sociedades anônimas, a exemplo do que já acontecia com a Resolução CMN n.º 2.690, que também admitia as duas formas de organização. Como é evidente, em cada caso aplicar-se-á o regramento constante do Código Civil ou da Lei das Sociedades por Ações, conforme a situação. Adicionalmente, no caso de opção pelo registro de companhia aberta, aplicam-se ainda as normas relativas a essa categoria de sociedade anônima, em especial as regras editadas pela própria Comissão de Valores Mobiliários.

No tocante à organização, estrutura e funcionamento das entidades administradoras, a despeito de abordar a matéria com pormenores, em seu art. 9º a Instrução CVM n.º 461/07 prevê dois mecanismos que propiciam grande flexibilidade a essas entidades e mesmo ao próprio órgão regulador, para evitar que o normativo impusesse uma estrutura organizacional por demais rígida. Os mecanismos são os seguintes:

- a) os requisitos impostos pela instrução poderão ser cumpridos pela entidade administradora, no todo ou em parte, por meio de pessoas jurídicas controladas, sua controladora ou mediante a contratação de terceiros (art. 9º, §1º);
- b) a CVM poderia dispensar a observância de certos requisitos nos casos em que esses sejam incompatíveis com a estrutura e a natureza do mercado a ser administrado, ou nos casos em que as finalidades objetivadas com a imposição dos requisitos sejam atendidas por meio de mecanismos alternativos (art. 9º, §4º).

A alternativa adotada pela CVM difere daquela imposta pelo Conselho Monetário, exigível em qualquer situação e que dificultava a utilização de formas alternativas de organização. Aparentemente o novo normativo preocupa-se mais com o resultado da adoção de determinada estrutura e menos com a estrutura em si. De qualquer modo, em ambos os casos a adoção das formas diferenciadas de organização depende de uma avaliação do órgão regulador, que, nesses casos, examinará o caso concreto para verificar se as finalidades perseguidas pela regulamentação foram satisfeitas.

O novo normativo também aborda outros aspectos importantes relativamente à organização da entidade administradora. A princípio, admite-se que ela pode administrar mais de um mercado organizado (conceito que, conforme visto, comporta tanto o mercado de bolsa quanto o de balcão), mas, nessa hipótese, existe a exigência de que a área responsável pela auto-regulação adote mecanismos de segregação, na supervisão de ambos os mercados (art. 12, IV).

Conforme visto, a questão do exercício de outras atividades empresariais pela bolsa pode constituir um fator de risco para suas atividades enquanto mantenedora do mercado, seja por meio da exploração direta, pela própria pessoa jurídica bolsa, seja por meio de sociedades controladas ou nas quais detenha uma posição acionária relevante. Nesses casos, existe o temor de que o risco decorrente dessas outras atividades contamine e possa vir a prejudicar a atuação da instituição.

Para administrar essa questão, o órgão regulador optou por estabelecer as seguintes limitações:

- a) as atividades não ligadas à administração de mercado organizado e que não estejam expressamente previstas na Instrução CVM n.º 461/07 só poderão ser exercidas mediante prévia autorização da CVM (art. 13);³⁷⁰
- b) a participação de entidades administradoras e de suas controladas no capital de terceiros somente poderia ocorrer na forma de uma “política de investimentos financeiros” ou quando a sociedade investida desenvolver atividades conexas ou assemelhadas (art. 13, §1º).

Ainda na questão do investimento em outras sociedades, a Instrução CVM n.º 461/06 vedou a participação da entidade administradora do mercado organizado no capital das pessoas autorizadas a operar. Essas são as pessoas jurídicas que possuem direitos de acesso direto aos pregões ou sistemas de negociação ou registro de operações.

Do ponto de vista da organização interna, o novo normativo prevê a existência dos seguintes órgãos³⁷¹:

³⁷⁰ As atividades previamente autorizadas são (i) gerir sistemas de compensação, liquidação e custódia de valores mobiliários, desde que tenham obtido autorizações específicas da CVM ou do Banco Central do Brasil; (ii) prestar às pessoas autorizadas a operar suporte técnico, de mercado, administrativo e gerencial, relacionado ao seu objeto social; (iii) exercer atividades educacionais, promocionais e editoriais relacionadas ao seu objeto social e aos mercados que administre; e (iv) prestar serviços de desenvolvimento de mercado. Outras atividades somente poderiam ser autorizadas com expressa autorização da CVM.

- a) conselho de administração, com comitê de auditoria;
- b) diretor-geral;
- c) conselho de auto-regulação;
- d) departamento de auto-regulação;
- e) diretor do departamento de auto-regulação.

A figura do conselho de administração e do diretor-geral já eram previstas no regramento anterior relativo à forma associativa das bolsas (na qual o diretor-geral também era referido como “superintendente-geral”). Todavia, não existia previsão para a existência de um comitê de auditoria, de um conselho de auto-regulação, de um departamento específico para esse fim, bem como de seu diretor.

Neste ponto há uma alteração muito significativa em relação ao regime anterior, eis que a responsabilidade pelo cumprimento das funções de auto-regulação era atribuída ao diretor-geral, por força do art. 21 da Resolução CMN n.º 2.690/00.³⁷² Já a Instrução sob exame adota uma concepção totalmente oposta, pois dispõe que as atividades de auto-regulação competem exclusivamente ao conselho de auto-regulação, ao respectivo departamento e a seu diretor.³⁷³

Nos termos da Instrução CVM n.º 461/07, o departamento de auto-regulação, o conselho de auto-regulação e o diretor do departamento de auto-regulação serão encarregados “da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora”, assim como “de fiscalizar e supervisionar o cumprimento,

³⁷¹ A palavra “órgãos” foi utilizada pela Instrução CVM n.º 461/07, no art. 19.

³⁷² “Art. 21. Compete ao Superintendente Geral ou ao Diretor Geral: [...] VII - promover a fiscalização direta e ampla das sociedades membros, podendo, para tanto, examinar livros e registros de contabilidade e outros papéis ou documentos ligados a suas atividades, mantendo à disposição da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil os relatórios de inspeção realizados por fiscais ou auditores da bolsa de valores; [...] XII - promover a fiscalização das operações realizadas na bolsa de valores; XVI - determinar a apuração, mediante inquérito administrativo, das infrações às normas cujo cumprimento incumbe à bolsa de valores fiscalizar, bem como de práticas não equitativas e modalidades de fraude ou manipulação no mercado [...]”.

³⁷³ “Art. 19. A entidade administradora de mercado organizado, independentemente de sua forma jurídica de organização, deve contar necessariamente com os seguintes órgãos: I – Conselho de Administração, com Comitê de Auditoria; II – Diretor-Geral; III – Conselho de Auto-Regulação; IV – Departamento de Auto-Regulação; e V – Diretor do Departamento de Auto-Regulação. [...] §2º As atividades de auto-regulação competem exclusivamente aos órgãos mencionados nos incisos III a V do caput, vedada a atribuição, fora das hipóteses previstas nesta Instrução, de funções de fiscalização e supervisão ao Conselho de Administração e ao Diretor-Geral.[...]”

por parte da entidade administradora, do acompanhamento das obrigações dos emissores de valores mobiliários”.³⁷⁴

De forma a tentar assegurar a liberdade de atuação do departamento e do conselho de auto-regulação, o normativo editado pela CVM exigiu ainda que esses dois órgãos devem ser funcionalmente autônomos dos demais órgãos de administração da entidade administradora do mercado, com liberdade para a gestão dos recursos previstos no seu orçamento. A essa autonomia deve-se acrescentar uma separação de suas atividades daquelas exercidas por outras áreas da entidade administradora, preservando-se o sigilo das informações obtidas pelo departamento e pelo conselho de auto-regulação, bem como dos relatórios e processos instruídos. Essa separação se consubstanciaria na criação de uma *chinese wall*, com uma definição clara e precisa de práticas que assegurem o uso de instalações, equipamentos e arquivos, assim como das regras de preservação de dados relativos ao planejamento das atividades de auto-regulação.³⁷⁵

Entre as medidas de separação entre as atividades comerciais e de auto-regulação, a CVM impôs ainda que não poderiam exercer qualquer função no departamento de auto-regulação integrantes do conselho de administração ou da diretoria, bem como empregados ou prepostos da entidade administradora do mercado que exercessem qualquer outra função na própria entidade. A única exceção seria o próprio diretor de auto-regulação, que integra a diretoria da entidade administradora.³⁷⁶

O conselho de auto-regulação tem o papel de supervisionar as atividades do departamento de auto-regulação e de julgar os processos administrativos relativos ao descumprimento das normas em vigor, instruídos pelo próprio departamento. Outras funções do conselho de auto-regulação incluem aprovar o regulamento interno relativo aos procedimentos de instauração e tramitação dos processos administrativos, determinar a

³⁷⁴ Art. 36 e §1º. A competência subjetiva da área de auto-regulação da entidade administradora do mercado também é delimitada pelo art. 48 da Instrução CVM n.º 461/07, *verbis*: “Art. 48. Estão sujeitos às penalidades aplicadas pelo Diretor de Auto-Regulação ou pelo Conselho de Auto-Regulação, os integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar, assim como os administradores e prepostos das pessoas antes mencionadas. Parágrafo único. Os emissores e seus administradores também estão sujeitos às penalidades de que trata o *caput* quando a atividade de acompanhamento das obrigações por eles assumidas perante a entidade administradora de mercado organizado for atribuída ao Departamento de Auto-Regulação.”

³⁷⁵ Art. 37.

³⁷⁶ Art. 38.

aplicação de punições pelo diretor de auto-regulação e aprovar a proposta orçamentária e o plano de trabalho do departamento de auto-regulação. (art. 46).

A exemplo do que ocorreu com o conselho de administração da entidade administradora do mercado, a CVM não impôs limites máximos e mínimos para o número de membros do conselho de auto-regulação, mas exigiu que pelo menos dois terços dos cargos sejam preenchidos por conselheiros independentes³⁷⁷, sendo um deles o próprio diretor de auto-regulação. O presidente do conselho, a quem cabe a representação do órgão e a condução dos trabalhos, deve ser eleito pelos próprios membros do órgão, dentre os conselheiros independentes, exceção feita ao diretor de auto-regulação, que não pode acumular as duas funções.³⁷⁸

Por sua vez, além de integrar o conselho de auto-regulação, o diretor de auto-regulação possui funções executivas, sendo o responsável pela condução das atividades do departamento. No tocante à aplicação de penalidades, a CVM trabalha com duas hipóteses, que devem ser explicitadas nos regulamentos internos das entidades administradoras de mercado: a primeira é a possibilidade de aplicação de punições diretamente pelo diretor do departamento de auto-regulação, sendo o conselho de auto-regulação a instância recursal. A segunda é que o julgamento seja feito diretamente pelo conselho de auto-regulação (art. 38, *caput*).

Ainda dentro do princípio de garantir a autonomia e a independência no exercício das funções de auto-regulação, a Instrução CVM n.º 461/07 cuidou de restringir as hipóteses de destituição dos membros do conselho e do diretor de auto-regulação. Estes possuem mandatos fixos de três anos, sendo admitida sua destituição apenas nos casos de renúncia, condenação judicial ou administrativa irrecorrível que leve a seu impedimento ou inabilitação, ou ainda “se assim deliberar o Conselho de Administração, com base em proposta fundamentada e detalhada acerca das circunstâncias que a justificaram, apresentada por qualquer membro do Conselho de Administração ou do Conselho de Auto-Regulação”.³⁷⁹

³⁷⁷ As regras de aferição da “independência” dos membros do conselho de auto-regulação são as mesmas aplicáveis aos membros do conselho de administração da entidade administradora do mercado organizado, e serão apresentadas na próxima seção.

³⁷⁸ Arts. 46 e 47.

³⁷⁹ Art. 39. Sobre o assunto, a CVM ainda previu no parágrafo único do mesmo artigo que “[...] a destituição do Diretor do Departamento de Auto-Regulação ou de membros do Conselho de Auto-Regulação, assim como as condições em que tal destituição tenha se dado, serão consideradas pela CVM ao avaliar as atividades de auto-

6.1.2. A composição do conselho de administração

Ao contrário do observado com a Resolução CMN n.º 2.690/00, que estabelecia os números máximo (13) e mínimo (7) de membros do conselho de administração, a Instrução CVM n.º 461/07 não apresenta determinação semelhante. Também não exige mais a existência de um conselheiro “representante” das companhias abertas e outro dos investidores individuais, como fazia a mesma resolução em seu art. 13. Mas apresentou inovações em outros pontos.

Inicialmente, passou a exigir que o conselho de administração da entidade administradora do mercado seja composto majoritariamente por “conselheiros independentes”, em consonância com algumas práticas adotadas por órgãos reguladores no exterior. A sempre tormentosa dificuldade de se definir a independência do conselheiro foi resolvida da seguinte forma: conselheiro independente será aquele que não possua vínculo com a própria entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedades sob controle comum, administradores dessas sociedades, pessoas autorizadas a operar no mercado ou sócios detentores de mais de 10% do capital votante da entidade administradora.

Outra dificuldade comum na questão da independência dos conselheiros é relativa à natureza das relações que estes possuam com terceiros ou com a própria companhia, que descaracterizariam a sua independência. Sobre esse ponto, na caracterização de “vínculo” com as pessoas já referidas, são consideradas três hipóteses, a saber: (i) relação empregatícia ou de prestação de serviços profissionais permanentes, bem como participação em órgãos administrativos, consultivos, fiscais ou deliberativos; (ii) participação direta ou indireta em percentual igual ou superior a 10% do capital votante ou total; e (iii) ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau.

No caso, pode-se dizer que o conceito de independência trazido pela Instrução CVM n.º 461/07 é relativamente amplo, pois tenta isolar eventuais influências oriundas de algum tipo de relação do conselheiro com quatro categorias distintas de pessoas: (i) a própria entidade administradora do mercado (e suas controladoras, controladas e sociedades sob

regulação desenvolvidas pela entidade administradora, inclusive no tocante à observância do princípio de independência e autonomia [...]”

controle comum); (ii) os administradores dessas sociedades; (iii) as pessoas autorizadas a operar no mercado; e (iv) outros acionistas da entidade administradora, desde que com participação relevante.

Ainda sobre a composição do conselho de administração, convém registrar que a Instrução CVM n.º 461/07 trata ainda dos conselheiros não independentes, que, conforme visto, devem ocupar menos da metade dos cargos do órgão. Para esse grupo, a regulamentação passou a exigir que não haja mais de um conselheiro que mantenha vínculo com a mesma pessoa autorizada a operar, ou conglomerado ou grupo de empresas a que essa pessoa pertença.

Uma outra inovação no tocante ao conselho de administração diz respeito à existência do comitê de auditoria, para o qual não havia previsão expressa no regramento anterior. A nova norma apresenta quatro atribuições básicas para o novo órgão: propor ao Conselho de Administração a indicação dos auditores independentes, acompanhar os resultados da auditoria interna, analisar as demonstrações financeiras da entidade administradora, efetuando recomendações e avaliar a efetividade e suficiência da estrutura de controles internos da entidade administradora do mercado.

A presença de uma maioria de membros independentes é justificada pelo exercício, pelo conselho de administração, de algumas funções ligadas à auto-regulação. Segundo a Instrução CVM n.º 461/07, essas funções seriam (i) a aprovação de regras relativas ao funcionamento do mercado; (ii) aprovação do orçamento do departamento de auto-regulação e do conselho de auto-regulação, bem como de seu programa de trabalho; (iii) exame do relatório anual de prestação de contas do departamento de auto-regulação; e (iv) eleição e destituição do conselho de auto-regulação e do diretor de auto-regulação (art. 24 e incisos).

6.1.3. Prestação de contas e transferência de funções

A supervisão exercida pela Comissão de Valores Mobiliários sobre as atividades de auto-regulação das entidades administradoras do mercado exige a apresentação de uma série de relatórios e comunicações, de forma que exista um monitoramento intenso e contínuo do cumprimento desse papel pela entidade auto-reguladora. Para tanto, a Instrução

CVM n.º 461/07 possui uma série de dispositivos específicos, muitos deles com exigências adicionais à mera prestação de contas pela própria entidade administradora, por exemplo, com pedido de manifestação de auditores independentes.

É evidente que, no caso brasileiro, à Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A. e à Bovespa Holding S.A. aplicam-se todas as regras gerais relativas às companhias abertas, sem exceção. Por exemplo, as regras de *disclosure* aplicáveis às companhias abertas atuantes em outros setores da economia também devem ser seguidas. Mas o que interessa à presente análise são as prestações de contas adicionais, decorrentes da necessidade de monitoramento, pelo órgão regulador do mercado, das atividades de ambas as instituições e de suas controladas.

O tratamento dado à prestação de contas pela bolsa por meio da Instrução CVM n.º 461/07 é relativamente extenso, e, em certa medida, reproduz algumas exigências que já constavam de normativos em vigor, mas, ao mesmo tempo, apresenta inovações, em especial por conta da desmutualização das duas bolsas anteriormente constituídas como associações.³⁸⁰ Relativamente às atividades de auto-regulação, as exigências de informações que devem ser prestadas à CVM, constantes da nova instrução, são as seguintes:

- a) apresentação, pelo conselho de administração da entidade administradora do mercado organizado, de relatório contendo as justificativas para a destituição do diretor do departamento de auto-regulação, inclusive com uma análise de seu desempenho à frente do departamento (art. 37, §4º);
- b) envio, em bases anuais, de descrição do departamento de auto-regulação, com identificação dos executivos responsáveis e dos recursos humanos e materiais disponíveis (art. 40);
- c) comunicação imediata da ocorrência ou de indícios de ocorrência de infração grave às normas da CVM, como manipulação de preços, práticas fraudulentas ou não equitativas e outras infrações previstas da regulamentação (art 44, I);
- d) relatório mensal descritivo “sobre a possível inobservância das normas legais vigentes no mercado organizado de valores mobiliários de que se

³⁸⁰ Seria o exemplo da Instrução CVM n.º 379, de 12 de novembro de 2002, que exigia a prestação de um grande número de informações pelas bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros entidades de compensação e liquidação de operações e entidades administradoras dos mercados de balcão organizado.

- cuide e os desvios observados nas operações, mencionando as análises iniciadas e concluídas no período, com a indicação dos comitentes envolvidos, bem como das providências adotadas” (art. 44, II, a);
- e) relatório descritivo dos trabalhos de auditoria concluídos, com informações sobre pessoas inspecionadas, escopo do trabalho realizado, período e resultados encontrados (art. 44, II, b);
 - f) relatório com a enumeração dos processos administrativos instaurados, com identificação de pessoas interessadas e respectivas condutas (art. 44, II, c);
 - g) relatório anual de prestação de contas das atividades realizadas pelo departamento de auto-regulação, acompanhado de parecer de auditor independente, com indicação das atividades desempenhadas (art. 45, I);
 - h) proposta orçamentária para cada exercício (art. 45, II);
 - i) resultado do julgamento dos processos administrativos, com a identificação das sanções aplicadas, no prazo de cinco dias contados do julgamento (art. 46, §3º);
 - j) imediata comunicação da aplicação da pena de suspensão ou cancelamento de autorização de pessoa autorizada a operar (art. 49, §1º);
 - k) em relatório mensal, atestar que a admissão à negociação das ações de própria emissão da entidade administradora do mercado organizado está em conformidade com os requisitos previstos nas regras aplicáveis (art. 58, §1º).

A exemplo do que já autorizava o art. 9º, §1º da Instrução CVM n.º 461/07, as funções atribuídas aos três órgãos incumbidos das funções de auto-regulação podem ser exercidas por pessoa jurídica controlada ou sob controle comum da entidade administradora do mercado, ou por terceiro especialmente contratado para esse fim, respeitadas as regras de sigilo sobre as operações realizadas no mercado (art. 36, §3º). Conforme visto em seção anterior, a medida não é incomum no exterior, onde em alguns países as funções de auto-regulação originariamente atribuídas à bolsa são transferidas para outra pessoa jurídica, que pode ou não possuir relações societárias com a bolsa.

Trata-se da solução adotada no país e admitida pela CVM no caso da bolsa de valores. A Bovespa Holding S.A. controla duas subsidiárias integrais, a Bolsa de Valores de

São Paulo S.A. (BVSP S.A.) e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). A primeira é uma entidade administradora do mercado de bolsa, na forma prevista na Instrução CVM n.º 461/07, enquanto a segunda atua como uma entidade de compensação e liquidação de operações. Conforme prevê o art. 17, §1º da Lei n.º 6.385/76, ambas as subsidiárias são entidades auto-reguladoras. No entanto, para exercer tal função ambas constituíram a Bovespa Supervisão de Mercados, uma associação cujo capital é detido em iguais proporções pela BVSP S.A. e pela CBLC. Por outro lado, a Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A. adotou um modelo distinto, ao manter as atividades de auto-regulação em um departamento interno, com necessidade de respeito às exigências da Instrução CVM n.º 461/07, relativamente à segregação de atividades, à independência e autonomia do referido departamento.

6.1.4. Questões ligadas à propriedade de ações ou ao exercício do direito de voto

A exemplo do observado em diversos outros países, conforme visto no capítulo anterior, no Brasil o órgão regulador também impôs algumas regras relativas à participação no capital social das entidades administradoras dos mercados organizados, bem como ao exercício do direito de voto nas assembleias. Em termos comparativos, o tratamento destinado a esse assunto no caso brasileiro situa-se em uma posição intermediária entre algumas posturas mais liberais e outras mais restritivas.

Conforme exige o art. 33 da Instrução CVM n.º 461/07, depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários a aquisição de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% do patrimônio ou capital social com direito a voto da entidade administradora de mercado organizado.³⁸¹ No cálculo do percentual imposto pelo normativo, consideram-se as participações detidas por pessoa natural, jurídica ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse.³⁸²

Algumas observações se fazem necessárias. Inicialmente, a opção, no caso brasileiro, foi a de exigência de autorização prévia, em lugar de uma vedação pura e simples à

³⁸¹ Convém registrar que a Bovespa Holding S.A. e a Bolsa de Mercadorias e Futuros S.A. emitiram exclusivamente ações ordinárias.

³⁸² Segundo o art. 33, §2º, são ainda consideradas como representando o mesmo interesse do adquirente as sociedades por ele controladas, suas coligadas e as sociedades com elas submetidas a controle comum direto ou indireto.

existência de acionistas com participações muito significativas no capital das entidades administradoras. Evidentemente a mesma necessidade de autorização prévia ocorrerá quando um acionista adquirir novas ações que, somadas à participação anteriormente detida, igualem ou superem o limite de 15%.

A CVM ainda optou por apresentar alguns aspectos que serão considerados na análise do pedido de autorização para aquisição de participação superior aos 15%. O texto da norma informa que outros fatores podem ser levados em consideração, ou seja, não se trata de uma lista exaustiva. De qualquer forma, os pontos expressamente citados são os seguintes (art. 33, §3º):

- a) a relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro;
- b) a existência ou não de compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional;
- c) o oferecimento de condições satisfatórias para a participação dos investidores locais e o acesso de pessoas autorizadas a operar de nacionalidade brasileira.

A exemplo do que também foi observado em outros países, houve uma diferenciação na regra de limite máximo de participação no capital, quando o acionista for pessoa autorizada a operar, para qual o limite máximo de participação reduz-se para 10%. Na determinação da participação, a exemplo do que ocorre com as demais pessoas, são consideradas as participações diretas e indiretas, bem como aquelas detidas por sociedades controladoras, controladas e pessoas sob controle comum (art. 34).

No caso das pessoas autorizadas a operar, não há previsão sobre a possibilidade de autorização, pela CVM, de aquisição de um percentual superior a 10%. Ou seja, trata-se de um limite rígido e que não comportará uma análise específica da CVM para o caso concreto, como pode ocorrer nas demais situações nas quais o limite aplicável é de 15%.

No caso de descumprimento dos preceitos relativos aos limites de participação, a instrução sob exame prevê algumas conseqüências. A primeira delas pode ser a abertura de um processo administrativo sancionador, para apurar a eventual ocorrência de ilícitos e as responsabilidades pelo seu cometimento. Mas há também previsões de que, (i) na forma do estatuto social das entidades administradoras, será aplicável o limitador do direito de voto que poderá ser exercido pelos acionistas na assembléia, com o enquadramento do número de votos

atribuídos aos limites impostos pela norma da CVM; e (ii) as alterações estatutárias e demais deliberações sociais tomadas com base em votos que violem os limites não produzirão efeitos perante a CVM (art. 35).

6.2. As críticas e sugestões do mercado

Antes de sua publicação, a minuta de normativo que resultou na Instrução CVM n.º 461/07 foi submetida a um período de audiência pública, com o objetivo de recolher críticas e sugestões que pudessem ser aproveitadas para o aperfeiçoamento da norma. No prazo estipulado no edital foram recebidos comentários de quinze pessoas diferentes, entre entidades de classe, bolsas, autarquias, instituições financeiras, advogados e outros interessados. Todos os comentários recebidos foram compilados em um relatório, divulgado publicamente, contendo também as considerações da CVM sobre as sugestões recebidas. Segundo o edital que apresentou as regras para a participação dos interessados na referida audiência, “[...] um dos pontos em que a CVM pretende obter uma contribuição mais intensa, durante a discussão pública do projeto, diz respeito às atividades de auto-regulação do mercado pelas bolsas e demais mercados regulados”.³⁸³

Um primeiro ponto que foi objeto de diversas sugestões foi aquele relativo à diferenciação entre mercados de bolsa e de balcão organizado. A respeito, boa parte dos participantes elogiou a abordagem escolhida pela CVM (conforme visto, um critério “classificatório”), sem deixar de reconhecer a dificuldade no tratamento do tema em razão das contínuas mudanças observadas na forma de organização e funcionamento do mercado. Todavia, um dos participantes considerou que uma distinção conceitual “[...] traria maior segurança jurídica e regulatória e, adicionalmente, ajudaria na definição dos regimes fiscais aplicáveis aos mercados e a certas categorias de investidores”.³⁸⁴

³⁸³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de audiência pública n.º 06/2007*, p. 1. Acrescentou ainda a autarquia: “A CVM acredita que uma regulação que imponha a independência, o financiamento adequado e a atuação efetiva da auto-regulação, aliada aos riscos impostos ao mercado no caso de falhas de auto-regulação [...], constituem incentivos adequados para que os administradores de mercados e os sócios das sociedades que explorem esses mercados atuem de maneira adequada no exercício de suas funções auto-reguladoras, sempre sob a supervisão atenta do órgão regulador” (p. 1).

³⁸⁴ SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de Análise SDM*, p. 4.

Sobre os critérios distintivos entre os mercados de bolsa e balcão organizado, foram recebidas críticas a respeito da utilização do volume operado para diferenciá-los, uma vez que tanto os mercados de balcão quanto o de bolsa apresentam elevados volumes no exterior, sendo, no caso do mercado de balcão, a velocidade de crescimento superior. Adicionalmente, o público investidor nos dois mercados seria potencialmente o mesmo. A essas críticas, a CVM respondeu que o critério do volume negociado já é utilizado em outros países (como nos Estados Unidos) como uma referência para a determinação do grau de “intensidade da tutela regulatória incidente sobre seus mercados”, e o crescimento do volume seria um importante fator para o direcionamento de prioridades para o próprio órgão regulador. Lembrou ainda que o volume negociado deveria ser associado a outros fatores, em face da utilização do critério classificatório de diferenciação entre o mercado de bolsa e o de balcão.³⁸⁵

A questão do acesso direto aos recintos e sistemas de negociação, que, na minuta (assim como na norma publicada) ficou adstrita aos mercados de balcão organizado, também foi objeto de críticas, de duas naturezas distintas. A primeira criticava a possibilidade de dispensa de intermediação, uma vez que o intermediário, como é o exemplo de uma corretora de valores, exerceria um importante papel para a criação de liquidez. Ademais, sua retirada representaria uma redução muito pequena no custo das operações, que seria eliminada pelo possível aumento nos custos com compensação, liquidação e custódia, em face do desaparecimento do corretor. Outro argumento no mesmo sentido dizia respeito ao aspecto técnico das operações no mercado, que exigiria “assessoramento qualificado e responsabilização profissional” que só poderiam ser oferecidos com a intermediação.³⁸⁶

A segunda vertente das críticas ao tratamento do acesso direto relacionava-se à assimetria estabelecida pela CVM, que o admitiu para os mercados de balcão organizado mas não para os mercados de bolsa. Essa opção representaria um “engessamento” para o desenvolvimento dos mercados de bolsa, que poderia admitir o acesso de determinados investidores à negociação direta de ativos específicos.

³⁸⁵ SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de Análise SDM*, p. 9-10. Quanto à participação dos mesmos investidores nos dois mercados, esclareceu ainda a CVM que “[...] não será admitida a estruturação de mercados de balcão organizado, com os descontos reservados a esta categoria, voltados maciçamente aos investidores de varejo” (p. 10).

³⁸⁶ SANTOS, op. cit., p. 9.

Sobre o assunto, a autarquia registrou que a dispensa de intermediário no mercado de balcão organizado seria contrabalançada pela maior qualificação dos investidores institucionais, que constituiriam a grande maioria dos seus participantes. Em função da melhor habilitação profissional esperada desses últimos (que, aliás, poderia ser exigida pela própria entidade administradora do mercado de balcão organizado), a ausência do intermediário não traria grandes prejuízos.

Com relação ao pedido de previsão regulamentar para acesso direto aos mercados de bolsa, a CVM reconheceu tratar-se de uma tendência mundial, além de um importante elemento no que diz respeito à competição e à manutenção da eficiência dos mercados. Todavia, limitou-se a CVM a justificar a opção pelo acesso direto exclusivamente no caso do mercado de balcão nos seguintes termos: “Neste ponto, entendemos que o aumento da competição deve ser um incentivo à reforma, mas que deve ser buscado com moderação em relação à atuação dos intermediários”.³⁸⁷

A possibilidade de revisão de uma autorização anteriormente concedida ao mercado de balcão organizado – de maneira a se exigir seu registro como bolsa - também foi objeto de crítica. Essa observação foi motivada pelo temor de reclassificação compulsória com o uso de critérios quantitativos, de um mercado como de bolsa ou balcão organizado, sem uma análise da natureza dos produtos negociados, ainda que em grandes volumes. Assim, valores mobiliários com características típicas de mercados de balcão organizado, por exigência da autarquia, passariam a ser negociados em mercados de bolsa, o que seria despropositado.

Ao comentário, a CVM contrapôs o argumento de que seria plenamente justificável a reclassificação do mercado de balcão organizado para bolsa em razão de seu tamanho e potencial de impacto no mercado, mas sem se desconsiderar que outros aspectos também são levados em consideração no processo de decisão de que um mercado se organize como bolsa ou balcão organizado. Em especial o perfil dos participantes do mercado de balcão, predominantemente investidores institucionais.³⁸⁸

Especificamente em relação aos aspectos ligados à auto-regulação e à administração dos conflitos de interesses, também foram recebidas algumas sugestões a respeito. No tocante à composição do conselho de administração, os comentários apresentados

³⁸⁷ SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de Análise SDM*, p. 10.

³⁸⁸ SANTOS, op. cit., p. 11-12.

foram majoritariamente favoráveis aos critérios utilizados pela CVM, com algumas críticas muito particulares e que não contestaram as grandes linhas da proposta da autarquia.³⁸⁹

Todavia, com relação à necessidade de autorização prévia para aquisição de participação acionária superior ao percentual fixado pela CVM, foram apresentadas críticas que resultaram numa modificação do critério inicialmente proposto na minuta de instrução. Como originalmente apresentada, a proposta do órgão regulador previa a necessidade de prévia autorização para aquisições superiores a 20% do patrimônio ou capital social da entidade administradora. Havia ainda uma vedação absoluta à aquisição de participação superior a 10% por pessoas autorizadas a operar.

Uma das críticas recebidas dizia respeito à aplicação dos limites exclusivamente para as entidades administradas dos mercados de bolsa e não para o balcão organizado. Assim, uma vez que as exigências de melhores padrões de governança elevariam a qualidade de gestão das entidades administradoras, não faria sentido a sua limitação ao mercado de bolsa.

Outro comentário recebido contestou a efetividade da imposição de limites, visto que a independência na atuação da entidade administradora não seria resultado de sua estrutura acionária e sim de sua gestão e organização internas. A questão da propriedade acionária deveria ser deixada a cargo dos próprios acionistas. No mesmo comentário, argumentou-se ainda que seria de difícil construção um juízo comparativo de melhor atendimento ao interesse público com estruturas acionárias representadas por, de um lado, dez acionistas de igual porte, e, de outro, uma grande bolsa internacional como acionista controladora.

Após analisar os comentários recebidos, a CVM registrou que as restrições à participação no capital justificam-se pela “[...] capacidade do acionista que superar o percentual limite de tomar decisões que poderiam ameaçar a preservação e o funcionamento adequado do mercado organizado”.³⁹⁰ A análise independeria da nacionalidade do adquirente ou da participação acionária detida pelos demais acionistas, à luz dos critérios apresentados na

³⁸⁹ Um dos comentários apresentados dizia respeito à impossibilidade de presença, no conselho de administração, de mais de um conselheiro ligado à mesma pessoa autorizada a operar, que seria justificado pela necessidade de diversificação dos interesses representados no órgão e de sua independência. No edital de audiência pública foi feita referência ao fato de que essa limitação se justificaria pela necessidade de salvaguardas para viabilização da livre concorrência entre as diversas pessoas autorizadas a operar (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de audiência pública n.º 06/2007*, p. 15).

³⁹⁰ SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de Análise SDM*, p. 19.

própria norma: relevância do mercado organizado para o mercado de capitais brasileiro, compromisso formal que assegure a manutenção do mercado organizado em território nacional, oferecimento de condições satisfatórias para a participação dos investidores locais e acesso de pessoas autorizadas a operar de nacionalidade brasileira, o que ficou consubstanciado no art. 33, §3º da norma.

De qualquer forma, o órgão regulador optou por reduzir o percentual máximo de aquisição de participação acionária na bolsa, sem necessidade de aprovação prévia, de 20% para 15%, patamar utilizado pela maioria dos países. A redução seria justificada pela maior facilidade de intervenção da CVM nos casos de propriedade acionária mais dispersa, pois, “[...] como se sabe, a dispersão do capital abre a possibilidade de que a vontade de acionistas detentores de percentuais reduzidos de participação acionária acabe por prevalecer nas assembleias”.³⁹¹

Com relação aos arranjos organizacionais internos às entidades administradoras dos mercados de bolsa, uma primeira sugestão apresentada foi a de que a estrutura de auto-regulação proposta na minuta de instrução deveria ser aplicada exclusivamente ao mercado de balcão. Essa sugestão não foi acatada, porque, com relação aos mercados de bolsa e de balcão, a Lei n.º 6.385/76 não estabeleceu distinção entre as duas categorias com relação ao dever de auto-regulação.

Outra proposta recebida pela CVM era com relação à competência para a decisão sobre a aplicação de penalidades que estivesse sempre a cargo do diretor de auto-regulação, limitando-se a participação do conselho de auto-regulação à apreciação dos recursos contra as decisões do diretor. Nessa medida, o diretor de auto-regulação não deveria compor o referido conselho. A sugestão foi rechaçada pela autarquia, que entendeu não existir exigência de “duplo grau de jurisdição” no modelo proposto pela norma, o que não impediria a criação dessa estrutura por iniciativa da entidade administradora do mercado de bolsa. Também não se admitiu que a CVM passasse a atuar como instância recursal das decisões da entidade auto-reguladora, o que, evidentemente, não afastaria a competência da autarquia para apuração e julgamento dos fatos envolvendo as mesmas pessoas que foram investigadas pela bolsa.³⁹²

³⁹¹ SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de Análise SDM*, p. 19.

³⁹² SANTOS, op. cit., p. 31-32.

Diversos outros aspectos da minuta de instrução foram objeto de comentários pelos interessados, mas encontram-se menos relacionados ao tema ora explorado. Ainda que referido no capítulo I, um último aspecto merece algum destaque, relativamente à questão da impossibilidade de “dupla listagem” de ações, de forma simultânea, nos mercados de bolsa e balcão organizado.

A regra geral contida na minuta e posteriormente reproduzida no texto da norma em vigor é a de que quaisquer valores mobiliários sejam negociáveis em mercados de bolsa ou balcão organizado, cabendo a decisão a esse respeito ao emissor e à entidade administradora do mercado. Admite-se ainda a listagem simultânea de um mesmo valor mobiliário em mais de um mercado, para negociação simultânea, exceção feita às ações de companhias abertas. Ou seja, para qualquer outro valor mobiliário que não ações (*e.g.* debêntures emitidas por uma determinada companhia aberta) pode haver negociação em um mercado de bolsa e em um mercado de balcão, ao mesmo tempo, inclusive com possibilidade de realização de operações de arbitragem de preços entre os dois.³⁹³

Sobre a listagem simultânea, foram recebidos comentários contrários à manutenção da vedação à “dupla listagem” para ações. Segundo os responsáveis pela crítica, a vedação se justificava no passado em casos em que o mercado de balcão se mostrava menos regulado e transparente, mas no novo contexto regulatório a diferenciação não faria mais sentido, visto que as diferenças entre os mercados de bolsa e balcão organizado foram reduzidas e seria necessário o fomento à criação de novos mecanismos de negociação e de criação de liquidez. A admissão da “dupla listagem” seria ainda necessária para a criação de competição, na medida em que, ao contrário do observado no exterior, no país não haveria uma multiplicidade de ambientes de negociação.

A resposta da CVM foi no sentido de manter a vedação à concorrência entre os mercados de bolsa e de balcão organizado, no oferecimento da negociação das mesmas ações de companhias abertas. O argumento da autarquia para a manutenção da limitação foi o de que “a adoção de estímulos à concorrência deve ser feita de forma gradual, para não colocar em risco a preservação dos mercados organizados existentes”. Mas não descartou o exame da questão no futuro, após a edição da Instrução CVM n.º 461/07, mas apenas após “[...] avaliar

³⁹³ A Instrução CVM n.º 461/07 apenas manteve a vedação à “dupla listagem” de ações em bolsa e balcão organizado que já era vedada pelo regime anterior, instituído pela Instrução CVM n.º 344, de 17 de agosto de 2000.

os efeitos das transformações impostas pela nova norma, além daqueles decorrentes dos processos de desmutualização e do incremento na concorrência, sobre o funcionamento regular dos mercados organizados e sobre as condições de sustentabilidade de suas entidades administradoras”.³⁹⁴

6.3. Conclusão parcial

A partir da desmutualização das bolsas brasileiras, era inegável a necessidade de atualização do regime regulamentar imposto pela Resolução CMN n.º 2.690/00, que ignorou as conseqüências da adoção da estrutura de companhia aberta para o exercício da auto-regulação. O normativo do Conselho Monetário Nacional simplesmente autorizou a constituição de bolsas como sociedades anônimas e não exigiu nenhuma medida adicional para garantir o adequado cumprimento de seu dever de entidade auto-reguladora.

Nessa medida, a Instrução CVM n.º 461/07 apresentou algumas propostas de solução para as principais questões em matéria de conflito de interesses. Observa-se que muitas das medidas adotadas no exterior foram encampadas pela regulamentação local. Em alguns pontos, como na proporção de conselheiros de administração independentes, a abordagem brasileira foi ainda mais conservadora que aquela vista em outros países, na tentativa de mitigar os efeitos danosos do surgimento de conflitos.

Merece elogios a flexibilidade proporcionada pela norma quanto ao cumprimento dos arranjos organizacionais, desde que, a critério da própria CVM, estejam atendidos os objetivos visados pela regra. Trata-se de medida salutar, pois não exigirá uma completa rigidez nas estruturas organizacionais das entidades administradoras de mercados organizados, mas, nos casos de criação de propostas alternativas, aumenta a responsabilidade do órgão regulador, que se vê obrigado a avaliar o atendimento dos objetivos do normativo no caso concreto.

³⁹⁴ Ainda sobre a vedação à “dupla listagem”, adicionalmente a CVM registrou o seguinte: “Espera-se que os incentivos regulatórios ao estabelecimento de mercados de balcão organizado, que estão sendo propostos nesta norma, resultem no surgimento de competidores nesse segmento. Também a possibilidade de autorização de telas de bolsas estrangeiras pode vir a trazer alguma concorrência a esse ambiente, no Brasil. De outro lado, as próprias exigências trazidas pela norma quanto à organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado devem significar um ônus adicional, sobretudo para as administradoras dos mercados de bolsa”. (SANTOS, Aline de Menezes. *Relatório de Análise SDM*, p. 39-40).

Assim, ainda que certos critérios utilizados pela CVM possam ser objeto de críticas, é certo que o Brasil passou a contar com uma regulamentação moderna e adaptada à nova realidade empresarial das bolsas, em especial no tratamento da questão dos conflitos entre objetivos comerciais e de auto-regulação. Mas alguns outros pontos da norma merecem uma reflexão mais cuidadosa, em especial no tocante à questão da diferenciação entre mercado de bolsa e mercado de balcão organizado.

Um dos elementos diferenciadores entre as duas espécies de mercado diz respeito à possibilidade de acesso direto de investidores ao mercado de balcão organizado (sem necessidade de intermediação), situação não admitida pela Instrução CVM n.º 461/07 para a bolsa, o que contraria uma tendência mundial. O acesso direto ao mercado é uma modalidade mais afeita aos investidores institucionais, que, além de possuírem uma atuação proeminente no mercado de balcão, também operam na bolsa. Partindo-se do fato de que o mercado de bolsa é mais transparente, possui maior liquidez, é mais intensamente supervisionado e mantém o monopólio da negociação com ações, a opção do órgão regulador pela vedação ao uso de acesso direto no mercado de bolsa é de difícil compreensão.

De certa forma, essa questão do acesso direto é agravada pela exclusividade da negociação de ações outorgada pela CVM aos mercados de bolsa, em detrimento do mercado de balcão organizado. Ainda que as questões concorrenciais não estejam no escopo do presente trabalho, é necessário observar que a opção do órgão regulador brasileiro dificultou a competição pelo oferecimento à negociação de ações de companhias abertas, uma vez que há apenas uma bolsa de valores no país em funcionamento e as barreiras à entrada de uma outra instituição de mesma categoria são consideráveis.

Considerações finais

Com o processo de desmutualização e a posterior abertura de seu capital, as duas bolsas brasileiras – a Bolsa de Mercadorias & Futuros S.A. e a Bolsa de Valores de São Paulo S.A. – ingressaram em uma nova fase de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no país. Ao longo de décadas, especialmente as bolsas de valores mantiveram estruturas relativamente estáveis, sem abandonar a arquitetura associativa e o foco exclusivo no oferecimento de serviços a seus associados.

Em certa medida esse ingresso em uma nova realidade organizacional ocorreu tardiamente em relação ao mesmo processo ocorrido no exterior, o que, do ponto de vista da regulação do mercado, não chega a ser necessariamente uma desvantagem, pois diversos outros países e suas respectivas bolsas passaram pelo mesmo desafio anteriormente, e o Brasil pôde se aproveitar dessa experiência acumulada.

É certo que as mudanças organizacionais podem ser motivadas por alterações no ambiente em que estão inseridas as bolsas, assim como ocorreu com outras categorias de instituições, como seguradoras, associações de poupança e empréstimo e cooperativas agrícolas, especialmente nos Estados Unidos. Dentre as alterações que provocam a mudança organizacional, a mais destacada delas é a intensificação da competição, viabilizada, no caso das bolsas, pelo desenvolvimento tecnológico e pela desregulamentação dos mercados, em especial no sentido de permitir operações transfronteiriças.

Assim, uma vez que não havia vedação expressa à desmutualização das bolsas brasileiras – o que era permitido desde 2000, o ingresso tardio das instituições locais nesse processo pode ter sido resultado da ausência de uma pressão competitiva suficientemente intensa, que exigiria a mudança organizacional em favor de um modelo mais eficiente. De fato, pelo menos no plano local, especialmente após a integração das diversas bolsas regionais, observa-se uma concentração dos mercados nas duas referidas instituições, que não ofereciam concorrência uma à outra.

Assim, em relação aos seus principais serviços, a negociação de ações e de contratos derivativos, a competição potencial a que as bolsas locais estariam sujeitas limitar-se-ia ao plano internacional, aplicável tanto à bolsa de valores (com a competição oferecida

pelos *american depositary receipts*) quanto à bolsa de mercadorias e futuros (por exemplo, na concorrência de contratos futuros referenciados em *commodities*, ofertados em bolsas no exterior).

De qualquer forma, não se pode também desprezar que, pelo menos em relação à decisão de abertura de capital, durante muitos anos, em razão de variáveis macro e microeconômicas, o número de lançamentos de novas ações foi muito limitado, apresentando crescimento apenas nos últimos três anos. Nessa medida, as bolsas também se aproveitaram das recentes condições favoráveis do mercado, realizando a venda das ações com relativo sucesso, o que proporcionou ganhos expressivos aos proprietários de títulos patrimoniais. Não se pode ignorar que esse ganho potencial pode ter sido determinante na decisão de desmutualização das bolsas brasileiras.

A resposta dada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) à iniciativa das bolsas está alinhada com as regras editadas pela maioria dos países desenvolvidos, e propõe soluções para os principais focos potenciais de conflitos de interesses. É certo que a nova realidade organizacional das bolsas demandará um intenso acompanhamento da CVM, especialmente nos estágios iniciais, em função das novas maneiras de organização e funcionamento impostas pela Instrução CVM n.º 461/07. Assim, pode-se dizer que a estrutura normativa em vigor é adequada ao novo desafio em matéria de regulação do mercado de capitais que se apresenta.

Todavia, remanesce a dúvida quanto à adequação da nova norma à realidade concorrencial das bolsas, particularmente na negociação de ações. As discussões que precederam a *Regulation ATS* nos Estados Unidos são emblemáticas, em especial no caso do sistema Delta, no que se refere à importância que os órgãos reguladores devem destinar ao surgimento de inovações e à facilitação da entrada de novos concorrentes no mercado. Conforme dito, a CVM buscou inspiração na regulamentação norte-americana para alguns pontos da Instrução CVM n.º 461/07, mas mostrou-se excessivamente conservadora no aspecto de incentivo à concorrência, com a vedação à listagem simultânea de ações e na restrição ao acesso direto às bolsas.

Referências bibliográficas

AGGARWAL, Reena; DAHIYA, Sandeep. Desmutualization and public offerings of financial exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance*, Malden, v. 18, n. 3, p. 96-103, 2006.

ANDREZZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 367 p.

ANGEL, James J. The evolving regulation of financial networks. In: BOARD, John; SUTCLIFF, Charles; WELLS, Stephen (Orgs). *Transparency and fragmentation: financial market regulation in a dynamic environment*. New York: Palgrave MacMillan, 2002, p. 262-278.

_____. *Consolidation in the Global Equity Market: an historical perspective*. Washington: Georgetown University, 1998. 36 p. (Working Paper). Disponível em: <http://faculty.msb.edu/angelj/International_Competition2.pdf>. Acesso em: 18 set. 2007.

ATTARD, Bernard. Making a market: The jobbers of the London Stock Exchange, 1800–1986. *Financial History Review*, Cambridge, v. 7, p. 5–24, 2000.

BANNER, Stuart. *Anglo-american securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. 318p.

BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 48, v. 283, p. 7-30, maio. 1959.

BETTARELLO, Flávio C. *Governança corporativa: fundamentos jurídicos e regulação*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. 138 p.

BOCATER, Maria Isabel do Prado. *Parecer CVM / SJU, nº 74 de 18.12.1985*. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/LinkClick.aspx?fileticket=o%2bQBHZfvrnk%3d&tabid=-1>>. Acessado em: 8 dez. 2007.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS S.A. *Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Secundária de Ações de Emissão da Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F S.A.* São Paulo: BM&F S.A., 2007. 430 p. Disponível em: <<http://www.cblic.com.br/cblic/Home/Noticias/Noticia09112007.asp>>. Acesso em: 3 dez. 2007.

BOVESPA. *Relatório anual 2006*. São Paulo: BOVESPA, 2006. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/InstSites/RelatAnual2006/bovespa.html>>. Acesso em: 5 dez. 2007.

BOVESPA HOLDING S.A.. *Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bovespa Holding S.A.* São Paulo: Bovespa Holding S.A., 2007. 582 p. Disponível em: <<http://www.cblic.com.br/cblic/Home/Noticias/Noticia05102007.asp>>. Acesso em: 29 out. 2007.

BRADLEY, Caroline. Demutualization of financial exchanges: business as usual? *Northwestern Journal of International Law & Business*, Champaign, v. 21, n. 3, p. 657-703, 2001.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo administrativo RJ2004/6153*. Interessado: TOV CCTVM Ltda. Relator: Diretor Sérgio Weguellin. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4626-2.HTM>>. Acesso em: 18 dez. 2007.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo administrativo sancionador CVM n.º 32/98*. Interessados: Bolsa de Valores de Minas - Espírito Santo – Brasília e outros. Relator: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2004/PAS32_98.asp>. Acesso em: 13 dez. 2007.

BROWN JR., William; MULHERIN, J. Harold; WEIDENMIER, Marc D. *Competing with the NYSE*. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 2007. 46 p. Disponível em: <<http://www.atl-res.com/finance/MULHERIN.pdf>>. Acesso em: 18 dez. 2007.

BULGARELLI, Waldirio. Bolsa de Valores. In: _____. *Estudos e pareceres de Direito Empresarial: o direito das empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 63-85.

CARSON, John W. *Conflicts of interest in self-regulation: can demutualized exchanges successfully manage them?* Washington: World Bank, 2003. (World Bank Policy Research Working Paper No. 3183). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=636602>>. Acesso em: 06 set. 2006.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial brasileiro*. 3. ed. rev., v. 6. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1939.

CARVALHO, Antonio Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. In: CARVALHAL DA SILVA, André Luiz; PEREIRA LEAL, Ricardo C. *Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007. 264 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. 552 p.

CHADDAD, Fabio R. Understanding new cooperative models: an ownership-control rights typology. *Review of Agricultural Economics*, Malden, v. 26, n. 3, p. 348-360, 2004.

_____; COOK, Michael L. The economics of organization structure changes: a US perspective on demutualization. *Annals of Public and Cooperative Economics*, Oxford, v. 75, n. 4, p. 575-594, 2004.

CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001. 447 p.

CHEDIAK, Julian F. P. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 525-551.

CLAESSENS, Stijn; KLINGEBIEL, Daniela; SCHMUKLER, Sergio. Stock market development and internationalization: do economic fundamentals spur both similarly? *Journal of Empirical Finance*, Amsterdam, v. 13, n. 3, p. 316–350, 2006.

COASE, Ronald Harry. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988. 217 p.

COFFEE JR., John C.; SELIGMAN, Joel. *Securities regulation: cases and materials*. 9. ed. New York: Foundation Press, 2003. 1.647 p.

COMPARATO, Fábio K. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto. In: _____. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 319-330.

CORDELL, Lawrence R.; MAC DONALD, Gregor; WOHAR, Mark E. Corporate Ownership and the Thrift Crisis. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 36, n. 2, p. 719-756, 1993.

COSTA, Roberto Teixeira da. Analisando o presente e o futuro: os 30 anos da CVM. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 9, n. 34, p. 19-31, 2006.

DAVIS, Lance E.; NEAL, Larry. *The changing roles of regional stock exchanges: an international comparison*. Chicago: University of Illinois, 1998. 44 p. (Working paper) Disponível em: <<http://www.business.uiuc.edu/lneal/Research/Ssha98.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2007.

_____. Micro rules and macro outcomes: the Impact of micro structure on the efficiency of security exchanges, London, New York, and Paris, 1800-1914. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v. 88, n. 2, p. 40-45, 1998.

_____; WHITE, Eugene. Membership rules and the long run performance of stock exchanges: lessons from emerging markets, past and present. In: 3rd ANNUAL MEETING OF THE INTERNATIONAL SOCIETY FOR NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS, 1999, Washington. *Anais eletrônicos*. St. Louis: ISNIE, 2007. Disponível em: <<http://www.isnie.org/ISNIE99/Papers/davis.pdf>>. Acesso em: 28 ago. 2007.

DI NOIA, Carmine. *Customer Controlled Firms: The Case of Stock Exchanges*. (Working paper. jun, 2000). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=250468>>. Acesso em: 05 set. 2006.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. 2005. 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pós-graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo.

DOHERTY, David P.; OKUN, Arthur S.; KOROSTOFF, Steven F.; NOFI, James A. The Enforcement role of the New York stock exchange. *Northwestern University Law Review*, Champaign, v. 85, n. 3, p. 637-651, 1991.

DOMBALAGIAN, Onnig H. Demythologizing the stock exchange: reconciling self-regulation and the national market system. *University of Richmond Law Review*, Richmond, v. 39, n. 4, p. 1069-1154, 2005.

DOMOWITZ, Ian; LEE, Ruben. On the road to Reg. ATS: a critical history of the regulation of Automated Trading Systems. *International Finance*, Malden, v. 4, n. 2, p. 279-302, 2001.

EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano 21, n. 48, p. 48-59, 1998.

_____. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. 145 p. (Série Estudos Especiais n.º 3).

ELLIOTT, Jennifer. *Demutualization of securities exchanges: a regulatory perspective*. Washington: International Monetary Fund, 2002. 30p. (IMF Working Paper 02/119). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02119.pdf>>. Acesso em: 04 jan. 2006.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Organizational forms and investments decisions. In: JENSEN, Michael C. *A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000, p. 205-225.

FARINHA, Jorge. *Corporate governance: a survey of the literature*. Porto: Universidade do Porto, 2003. 73 p. (Universidade do Porto Economia Discussion Paper n. 2003-06). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=470801>>. Acesso em: 19 Jan. 2007.

FERREIRA, Alcides; HORITA, Nilton. *BM&F: a história do mercado futuro no Brasil*. São Paulo: Cultura, 1996. 474 p.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. v. 11. São Paulo: Saraiva, 1963.

FLECKNER, Andreas M. Stock exchanges at the crossroads. *Fordham Law Review*, New York, v. 74, n. 5, p. 2541-2620, 2006.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Manual de Direito Comercial*. 2. ed. rev. e aum. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004. 310 p.

GALBRAITH, John Kenneth. *1929, o colapso da bolsa*. São Paulo: Pioneira, 1988. 183 p.

GELDERBLOM, Oscar; JONKER, Joost. *Amsterdam as the cradle of modern futures and options trading, 1550-1650*. Utrecht: Utrecht University, 2003. 25 p. (Working paper 2003-9). Disponível em: <<http://www.lowcountries.nl/2003-9.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2007.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 1997. 362 p.

HADAWAY, Beverly. L.; HADAWAY, Samuel. C. An analysis of the performance characteristics of converted savings and loan associations. *Journal of Financial Research*, Jacksonville, v. 4, n. 3, p. 195-206, 1981.

HANLEY, Anne. A bolsa de valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917. *História econômica & história de empresas*, São Paulo, v. 4, n. 2, p. 115-142, 2001.

HANSMANN, Henry. *The ownership of enterprise*. Cambridge: Belknap Press, 1996. 372 p.

_____. The role of nonprofit enterprise. *Yale Law Journal*, New Haven, v. 89, n. 5, p. 835-901, 1980.

HART, Oliver; MOORE, John. The governance of exchanges: members' cooperatives versus outside ownership. *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford, v. 12, n. 4, p. 53-69, 1996.

HASAN, Iftekhar; MALKAMÄKI, Markku; SCHMIEDEL, Heiko. Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, v. 27, n. 9, p. 1743-1773, 2003.

HASBROUCK, Joel; SOFIANOS, George; SOSEBEE, Deborah. *New York Stock Exchange Systems and Trading Procedures*. New York: Leonard N. Stern School of Business, 1993. 64 p. (NYSE Working Paper #93-01). Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~jhasbrou/Research/Working%20Papers/NYSE.PDF>>. Acesso em: 18 set. 2007.

HESSEL, Camila Guimarães. Bolsa de valores S.A. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, ano 3, n. 35, p. 42-45, jul. 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança Corporativa*. São Paulo: IBGC, 2007. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 21 Jan. 2007.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Discussion paper on stock exchange demutualization*. Madrid: IOSCO, 2000. 27p. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD112.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2006.

_____. *Issue Paper on Exchange Demutualization*. Madrid: IOSCO, 2001. 27 p. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2006.

_____. *Regulatory Issues Arising from Exchange Evolution*. Madrid: IOSCO, 2006. 30 p. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD212.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2006.

_____. *Exchange demutualization in emerging markets*. Madrid: IOSCO, 2005. 40 p. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD200.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2006.

_____. *Objectives and principles of securities regulation*. Madrid: IOSCO, 2003. 68 p. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>> . Acesso em: 14 out. 2007.

JACKSON, Howell E.; GKANTINIS, Stavros. *Markets as regulators: a survey*. Cambridge, Harvard Law School, 2007. 82 p. The Harvard John M. Olin Discussion Paper n. 579. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/>. Acesso em: 7 set. 2007.

JENNINGS, Richard W.; MARSH JR., Harold; COFFEE JR., John; SELIGMAN, Joel. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 8. ed. New York: Foundation Press, 1998. 1.694 p.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Rights and production functions: an application to labor-managed firms and codetermination. In: JENSEN, Michael C. *A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000, p. 168-203.

KAHAM, Marcel. Some problems with stock exchange-based securities regulation. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 83, n. 7, p. 1509-1519, 1997.

KANDIR, Antonio. A nova CVM e a modernização da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 3-9.

KARMEL, Roberta S. *Regulation by prosecution: the Securities and Exchange Commission versus corporate America*. New York: Simon and Schuster, 1982. 400 p.

KEAVENY, Jake. In defense of market self-regulation: an analysis of the history of futures regulation and the trend toward demutualization. *Brooklyn Law Review*. New York: Brooklyn Law School, v. 70, n. 4, p. 1419-1452, 2005.

KRISHNAMURTI, Chandrasekhar; SEQUEIRA, John M.; FANGJIAN, Fu. Stock exchange governance and market quality. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, v. 27, n. 9, p. 1.859-1.878, 2003.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. 312 p.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e modificações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 1997. 508 p.

LAZZARINI, Sérgio G. *Inovação e organização de bolsas de futuros: teoria e evidências no agribusiness brasileiro*. São Paulo, 1997. 216 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

_____; MELLO, Pedro Carvalho de. Governmental versus self-regulation of derivative markets: examining the U.S. and Brazilian experience. *Journal of Economics and Business*, Amsterdam, v. 53, n. 2-3, p. 185-207, 2001.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Desvio da função mutualista em sociedade cooperativa. In: _____. *Pareceres*. v. 1. São Paulo: Singular, 2004, p. 529-547.

LEE, Ruben. Changing Market Structures, Demutualization and the Future of Securities Trading. In: LITAN, Robert E.; POMERLEANO, Michael; SUNDARARAJAN, Vasudevan. (Orgs.). *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*. Washington: Brookings Institution Press, 2003, p. 283- 303.

_____. *What is an Exchange? The automation, management and regulation of financial markets*. Oxford: Oxford University Press, 1998. 406 p.

LEVINE, Ross. Stock markets: a spur to economic growth. *Finance and Development*, Washington, v. 33, n. 1, p. 7-10, 1996.

LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. 660 p.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*. 5. ed. New York: Aspen, 2004. 1.602 p.

MACARINI, José Pedro. *Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”*: a política de mercado e a bolha especulativa 1969-1971 Campinas: Instituto de Economia – UNICAMP, 2006. 11 p. (Texto para discussão 09/2006).

MACEY, Jonathan R.; O’HARA, Maureen. Regulating exchanges and alternative trading systems: a law and economics perspective. *The Journal of Legal Studies*, Chicago, v. 28, p. 17-54, 1999.

MAHONEY, Paul G. The exchange as a regulator. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 83, n. 7, p. 1.453-1.500, 1997.

- MARREY, Fábio. Cheios de grana e planos. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, ano 5, n. 50, p. 16-18, out. 2007.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, ano 75, v. 503, p. 23-37, 1986.
- MAYERS, David; SMITH JR., Clifford W. Ownership structure and control: property-casualty insurer conversion to stock charter. *Journal of Financial Services Research*, Amsterdam, v. 21, n. 1/2, p. 117-144, 2002.
- MENDELSON, Morris; PEAKE, Junius W. Intermediaries' or investors' : whose market is it anyway? *The Journal of Corporation Law*, Iowa City, v. 19, n. 3, p. 443-481, 1994.
- MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Natureza jurídica das bolsas de valores. *Revista de Direito Público*, São Paulo, ano 20, n. 81, p. 217-222, 1987.
- MELLO, Pedro Carvalho de; SPOLADOR, Humberto F. S. *Crises financeiras: uma história de quebras, pânico e especulações do mercado*. São Paulo: Saint Paul, 2004. 150 p.
- MICHIE, Ranald. The London and New York Stock Exchanges, 1850-1914. *The Journal of Economic History*, New York, v. 46, n. 1. p. 171-187, 1986.
- MILLER, Sam Scott. Self-regulation of the securities markets: a critical examination. *Washington and Lee Law Review*, Lexington, v. 42, n. 3, p. 853-887, 1985.
- MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1997. 427 p.
- NEAL, Larry; DAVIS, Lance. The evolution of the rules and regulations of the first emerging markets: the London; New York and Paris stock exchanges, 1792-1914. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Amsterdam, v. 45, n. 2-3, p. 296-311, 2005.
- NOVAES, Ana. Mercado de capitais: lições da experiência internacional. In: BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (orgs.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. São Paulo: Contra Capa, 2005, p. 33-111.
- O'HARA, Maureen. Property Rights and the Financial Firm. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 24, n. 2, p. 317-332, 1981.
- OGUS, Anthony. Self-regulation. In: BOUCKAERT, Boudewijn; DE GEEST, Gerrit (eds.). *Encyclopedia of Law and Economics*. The Economics of Crime and Litigation. Cheltenham: Edward Elgar, v. 5, 2000, p. 587- 601.

MENDIOLA, Alfredo M.; O'HARA, Maureen *Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges*. Ithaca: Johnson Graduate School of Management, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=431580>>. Acesso em: 06 set. 2006.

OLIVEIRA, Maria Teresa Ribeiro de. Encilhamento: controvérsia e efeitos sobre a indústria têxtil mineira. *História Econômica & História de Empresas*, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 65-87, 1998.

OTCHERE, Isaac. Stock exchange self-listing and value effects. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam, v. 12, n. 5, p. 926-953, 2006.

PENSKI, Rachel. The case of CEO Richard Grasso and the NYSE: proposals for controlling executive compensation at public nonprofit corporations. *Vanderbilt Law Review*, Nashville, v. 58, n. 1, p. 339-382, 2005.

PIRRONG, Craig. A theory of financial exchange organization. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 43, n. 2, p. 437-471, 2000.

_____. A positive theory of financial exchange organization with normative implications for financial market regulation. In: ANNUAL CONFERENCE OF THE INTERNATIONAL SOCIETY FOR NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS, 2., 1998, Paris. *Anais eletrônicos*. St. Louis: ISNIE, 1998. Disponível em: <<http://www.isnie.org/ISNIE98/Pirrong.doc>>. Acesso em: 05 set. 2006.

PLANAS, Javier Alvarado. Antecedentes históricos del derecho bursátil, con especial referencia a Confusión de confusiones, de José de la Veja (Amsterdam, 1688). *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense*, Madrid, n.73. p.31-79, 1988.

PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. 2. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Forense, 1982. 507 p.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. 3. ed. reimp. v. 43. São Paulo: RT, 1984.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. *Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras*. Campinas: UNICAMP, 1999. 25 p. (Texto para discussão IE/UNICAMP n. 77)

RAMOS, Sofia Brito. *Competition between Stock Exchanges: A Survey*. Geneva: International Center for Financial Asset Management and Engineering, 2003. 45 p. (FAME Research Paper n. 77). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=410727>>. Acesso em: 05 set. 2006.

_____. *Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?* Geneva: Swiss Finance Institute, 2006. 45 p. (Swiss Finance Institute Research Paper n. 06-10). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=890268>>. Acesso em: 05 set. 2006.

ROTONDI, Mario. La borsa valori in Italia e i suoi organi. *Revista da Faculdade de Direito*, São Paulo, v. 54, n. 1, p. 13-36, 1959.

RUSSO, D.; HART, T.; MALAGUTI, M.C.; PAPATHANASSIOU, C. *Governance of securities clearing and settlement systems*. Frankfurt: European Central Bank, 2004. 43 p. (Occasional Paper Series n. 21). Disponível em: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp21.pdf>>. Acesso em: 01 Jan. 2007.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Nova regulamentação do mercado de balcão organizado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 109, p. 102-107, 1998.

SANTOS, Alexandre P. dos; WELLISCH, Julya S. M.; BARROS, José Eduardo G. Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 9, n. 34, p. 69-84, 2006.

SANTOS, Aline M. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.42, n 130, p. 180-206, 2003

_____. *Relatório de análise SDM*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2007. 40 p. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst461relatorio.pdf>>. Acesso em: 21 dez. 2007.

SARIFSOY, Baris. Essays on stock exchange efficiency, business models, and governance. Frankfurt, 2006, 160 f. Tese (Doutorado em Administração) – Pós-graduação em Administração da Johan Wolfgang Goethe-University. Disponível em <<http://www.finance.uni-frankfurt.de/pers/serifsoy.html>>. Acesso em: 18 dez. 2007.

SASTRE, Antonio Rodriguez. *Operaciones de bolsa: doctrina, legislación y jurisprudencia españolas*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1954. 600 p.

SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street: a history of the Securities and Exchange Commission*. 3. ed. New York: Aspen Publishers, 2003. 934 p.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. Washington: National Bureau of Economic Research, 1996). 80 p. (NBER Working Paper n. W5554). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=10182>>. Acesso em: 10 Jan. 2007.

STEIL, Benn. *Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences*. Philadelphia: The Wharton Financial Institutions Center, 2002. 31 p. (Working Paper Series 02-15). Disponível em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0215.pdf>>. Acesso em: 04 Jan. 2007.

_____. Creating securities markets in developing countries: a new approach for the age of automated trading. *International Finance*, Malden,, v. 4, n. 2, p. 257-278, 2001.

STOLL, Hans R. The supply of dealer services in securities markets. *The Journal of Finance*, Malden., v. 33, n. 4, p. 1133-1151, 1978.

STRINGHAM, Edward. *The emergence of the London Stock Exchange as a self-policing club*. San Jose: San Jose State University, s.d. 17 p. Disponível em: <<http://www.sjsu.edu/stringham/Stringham.LondonStockExchange.pdf>>. Acesso em: 13 ago. 2007.

_____. The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Amsterdam, v. 43, n. 2, p. 321-344, 2003.

SYLLA, Richard. *Origins of the New York Stock Exchange*. New York: Stern School of Business, 2003. 23 p. (Working paper) Disponível em: <http://icf.som.yale.edu/pdf/hist_conference/Richard_Sylla.pdf>. Acesso em: 14 set. 2007.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 53, n. 135, p. 136-147, 2004.

TEIXEIRA, Nilson. Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (orgs.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. São Paulo: Contra Capa, 2005, p. 113-159.

TELSER, Lester G. Why there are organized futures markets? *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 24, n. 1, p. 1-22, 1981.

_____.; HIGINBOTHAN, Harlow N. Organized futures markets: costs and benefits. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 85, n. 5, p. 969-1.000, 1977.

THORWARTL, Ulrike. *Judgmental analysis of literature on stock exchanges mergers and alliances in Europe*. [S.I.]: Vienna University, 2005. Disponível em: <<http://epub.wu-wien.ac.at>>. Acesso em: 12 dez. 2005.

TORRES, Fernando. Bovespa e BMF se preparam para a vida de S.A. O Globo On-line, Rio de Janeiro, 05 nov. 2007. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2007/11/05/327029766.asp>>. Acesso em: 30 dez. 2007.

TREPTOW, Felix. *The economics of demutualizaion: an empirical analysis of the securities exchange industry*. Frankfurt: Gabler Edition, 2006. 111 p.

TSETSEKOS, George; VARANGIS, Panos. Lessons in structuring derivatives exchanges. *The World Bank Research Observer*, Washington, v. 15, n. 1, p. 85-98, 2000.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. A integração das bolsas nacionais e o aumento da competitividade. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Malheiros, ano 40, n. 121, p. 193-200, 2001.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. 308 p.

VISWANATHAN, Krupa S.; CUMMINS, J. David. Ownership structure changes in the insurance industry: an analysis of demutualization. *Journal of Risk and Insurance*, Malvern, v. 70, n. 3, p. 401-437, 2003.

WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson Laks. O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano 25, n. 61, p. 5-21, 1986.

WEST, Mark D. Private ordering at the world's first futures exchange. *Michigan Law Review*, Ann Arbor, v. 98, n. 8, p. 2.574-2.615, 2000.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*. New York: Free Press, 1985. 450 p.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Annual report and statistics 2006*. [s.l.] WFE, 2007. 163 p.

_____. *Cost & Revenue Survey 2005*. [s.l.] WFE, 2006. 43 p.

_____. *The significance of the exchange industry*. 5. ed. [s.l.] WFE, 2004. 9 p.

YAZBEK, Otávio. Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras: dos riscos negociáveis à “sociedade do risco”. São Paulo, 2005. 308 f. Tese (Doutorado em Direito) – Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo, 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

ZUFFEREY, Jean-Baptiste; TSCHANZ-NORTON, Margaret. *Regulation of trading systems on financial markets*. London: Kluwer Law International, 1997. 302 p.

RESUMO

O presente trabalho investiga as novas estruturas organizacionais das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros, implementadas após os processos de desmutualização. É feita uma análise da importância das bolsas para o desenvolvimento econômico, bem como do seu papel de entidades auto-reguladoras. São ainda apresentados os principais fatores que motivaram a conversão das bolsas de associações mutualísticas para sociedades anônimas, bem como as consequências dessa alteração organizacional. O trabalho explora também as alterações regulamentares ocorridas no exterior, que buscaram evitar o surgimento de conflitos de interesses entre o papel de entidades auto-reguladoras das bolsas e seu objetivo de maximização do valor das ações. Realiza-se, por fim, uma análise crítica da Instrução CVM n.º 461/07, norma editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que regula a organização, o funcionamento e as atividades das bolsas no Brasil. O trabalho conclui que a norma editada pela CVM utiliza diversos mecanismos de controle que objetivam evitar a ocorrência de conflitos de interesses, com o estabelecimento de práticas de governança corporativa internamente às bolsas, na esteira das experiências observadas em outros países.

ABSTRACT

The present work examines the new organizational structure of the stock and derivatives exchanges, implemented after their demutualization process. It analyses the importance of the stock exchange for the economical development, as well as its role as self-regulatory organization. There are also presented the main factors that motivated the conversion of the stock exchange, from mutual associations to corporations, as well as the consequences of this organizational change. The work also explores the regulatory changes made in foreign countries, that aim to avoid the conflict of interests between the role of the exchanges as self-regulatory entities and their goal of maximizing value. Finally, a critical analysis is made, regarding CVM's Instruction n.º 461/07, rule issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários - CVM) that deals with the structure and functioning of the Brazilian exchanges. The work concludes that the rule issued by the CVM uses many mechanisms of control that aim to avoid the conflict of interests, settling high level corporate governance practices inside the stock exchange, in accordance to international regulatory standards.

RIASSUNTO

Il presente lavoro esamina le nuove strutture organizzative delle borse di valori e delle borse di derivativi, implementate dopo i processi di demutualizzazione delle due borse. Viene fatta una analisi sulla importanza delle borse per lo sviluppo economico, così come del loro ruolo di entità auto-regolatrici. Sono, inoltre, presentati i principali elementi che hanno motivato la conversione delle borse da associazioni mutualistiche a società anonime, così come le conseguenze di questa alterazione organizzativa. Il lavoro esplora anche le alterazioni regolamentari avvenute all'estero, che hanno cercato di evitare il sorgimento di conflitti di interessi tra il ruolo di entità auto-regolatrici delle borse e il loro obiettivo di massimizzare il valore delle azioni. Si realizza, alla fine, una analisi critica della Istruzione CVM n.º 461/07, norma emessa dalla Commissione di Valori Mobiliari (CVM) che regola la organizzazione, il funzionamento e le attività delle borse in Brasile. Il lavoro conclude che la norma emessa dalla CVM utilizza diversi meccanismi di controllo con l'obiettivo di evitare l'avvenimento di conflitti di interessi, tramite lo stabilimento di pratiche di governance corporativa all'interno delle borse, seguendo la tendenza osservata all'estero.