

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

ANDIRÁ CRISTINA CASSOLI ZABIN BONINI

A TRANSFORMAÇÃO DA BOLSA DE VALORES: UMA ANÁLISE SOBRE OS
DESAFIOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

São Paulo
2009

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

ANDIRÁ CRISTINA CASSOLI ZABIN BONINI

A TRANSFORMAÇÃO DA BOLSA DE VALORES: UMA ANÁLISE
SOBRE OS DESAFIOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE
CAPITAIS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação Strictu Sensu em Direito Político e Econômico da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito Político e Econômico
Orientador: Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso

São Paulo
2009

B715t Bonini, Andirá Cristina Cassoli Zabin.

A transformação da bolsa de valores: uma análise sobre os desafios da regulação do mercado de capitais / Andirá Cristina Cassolin Zabin Bonini - 2009.

158 f. ; 30 cm.

Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2009.

Orientador: Fabiano Dolenc Del Masso

Bibliografia: f. 151-158.

1. Bolsa de valores. 2. Mercado de capitais. 3.Regulação.
4.CVM. I. Título.

342.23112
CDD 342.54

ANDIRÁ CRISTINA CASSOLI ZABIN BONINI

A TRANSFORMAÇÃO DA BOLSA DE VALORES: UMA ANÁLISE SOBRE OS
DESAFIOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Dissertação apresentada à Universidade
Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à
obtenção do título de Mestre em Direito Político e
Econômico

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso – Orientador
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Armando Rovai
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Écio Perin Júnior
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Ao meu marido André Bonini, companheiro,
incentivador e apoiador incondicional.

AGRADECIMENTOS

O ato de agradecer aqui se presta a reverência às pessoas que ao longo do caminho se mostraram por mais importantes para a conquista de mais este objetivo, a subida de mais um degrau essencial para a vida acadêmica.

A realização deste trabalho só foi possível devido ao apoio de meus pais, sempre confiantes nesta conquista.

Em meio a vida acadêmica, duas pessoas se destacaram como bravos incentivadores o primeiro deles foi o Professor Dr. José Francisco Siqueira Neto, que desde o início acreditou no desenvolvimento da pesquisa. O segundo, e não menos importante, que teve imprescindível presença na formatação do presente trabalho foi o Professor Orientador Dr. Fabiano Dolenc Del Masso, que com muita sabedoria e serenidade dosou perfeitamente os entregáveis para conclusão do conteúdo da presente dissertação.

RESUMO

Acompanhando a evolução do mercado, a Bolsa de Valores de São Paulo realizou sua transformação jurídica, passando de associação civil sem fins lucrativos à sociedade anônima de capital aberto cuja finalidade principal é o lucro. Em decorrência desta transformação, nota-se a possibilidade de conflitos de interesse na Bovespa diante da realização de suas atividades precípuas, de um lado, a comercial que busca rendimentos financeiros, e de outro, a geral, que reside no poder de conhecimento que lhe proporciona a regulação e a fiscalização do mercado, por meio de suas listagens, de suas regras para oferta pública de ações, etc. objetivo da presente pesquisa é o de analisar a questão dos controles jurídicos sobre a Bolsa de Valores de São Paulo como uma sociedade anônima de capital aberto, diante de sua desmutualização e da oferta pública de suas ações, sob uma visão dos sistemas regulatórios do mercado de capitais.

ABSTRACT

The São Paulo Stock Exchange followed the trend of the securities market, and become a open corporation whose primary purpose is profit. Because of the transformation, there is the possibility of conflicts of interest of the São Paulo Stock Exchange, on one side it has the commercial interests that seeks financial income, and the other side, it has the general interests, knowledge, regulation of market and supervision, through their listings, their rules for public offer of shares and so on.

For both, to discuss ways to control their power and solution of these conflicts, believing in the intervention of the state as a way of overcoming.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA BOLSA DE VALORES PELOS RUMOS DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO	14
1.1 DA ORIGEM DA BOLSA.....	14
1.2 A BOLSA NO ESTADO LIBERAL.....	17
1.3 A NATUREZA JURÍDICA DAS BOLSAS DE VALORES	20
1.4 O MERCADO DE CAPITAIS E A BOLSA	22
1.5 AS BOLSAS PELO MUNDO – O EXEMPLO DE INGLATERRA, FRANÇA E ESTADOS UNIDOS.....	26
1.5.1 A Bolsa de Paris.....	26
1.5.2 O mercado inglês e a Bolsa de Londres.....	28
1.5.3 A bolsa no mercado americano	32
2. DE BRAÇO PÚBLICO À EMPRESA LUCRATIVA	39
2.1 O ESTADO COMO AGENTE DESENVOLVIMENTISTA.....	42
2.2 A BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA).....	46
2.3 A BOLSA DE MERCADORIAS E FUTURO (BM&F).....	51
2.4 A HISTÓRIA CONTEMPORÂNEA.....	53
2.5 A NOVA BOLSA: BM&F BOVESPA S/A.....	60
3 O PAPEL DA BOLSA DE VALORES NO MERCADO DE CAPITAIS	66
3.1 O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO COMO PRIMEIRO LIMITE REGULATÓRIO.....	66
3.2 DA REGULAÇÃO E DA AUTO-REGULAÇÃO DO MERCADO.....	67
3.3 DAS VANTAGENS E DESVANTAGENS DA AUTO-REGULAÇÃO.....	71
3.4 DO SISTEMA BRASILEIRO DE REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	74
3.5 O PODER REGULATÓRIO DA BOLSA DE VALORES.....	83
4 O CONTRASTE ENTRE A FINALIDADE LUCRATIVA DA BOLSA E A FUNÇÃO REGULATÓRIA	88
4.1 DO CONFLITO DE INTERESSES.....	88

4.2 DA GESTÃO DE CONFLITOS.....	93
4.2.1 Dos comitês/ conselhos de mercado.....	94
4.2.2 Da supervisão estatal.....	95
4.2.3 Da intervenção direta.....	102
5 A INFLUÊNCIA DA BOLSA NO MERCADO DE CAPITAIS E SUA ATIVIDADE REGULATÓRIA.....	106
5.1 AS INFLUÊNCIAS SOBRE OS PARTICIPANTES DO MERCADO.....	109
5.2 O PODER DE CONHECIMENTO DA BOLSA.....	111
5.3 DA ATUAÇÃO COMO ENTIDADE AUTORREGULADORA: O PROCEDIMENTO ADMINISTRATIVO DA BOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS.....	114
5.4 DA ANÁLISE DAS DECISÕES DOS PROCEDIMENTOS DE RESSARCIMENTO DE PREJUÍZOS.....	118
6 O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	120
6.1 O CONTROLE SOBRE A BOLSA DE VALORES.....	126
6.2 A INSTRUÇÃO NORMATIVA 461/2007.....	128
6.3 UMA ANÁLISE EMPÍRICA.....	131
6.3.1 Do Processo Sancionador.....	132
6.3.2 Da análise dos resultados dos processos sancionadores.....	134
CONCLUSÃO.....	138
REFERÊNCIAS.....	151

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais constitui um dos fatores mais importantes para o desenvolvimento econômico de um país, tendo em vista que se dirige à poupança interna e externa do setor produtivo, permitindo a realocação dos riscos, envolvendo tanto as entidades particulares quanto públicas, que buscam a captação de recursos junto ao público.

Em meio às negociações estão os intermediários do mercado, bancos, corretoras, sociedades distribuidoras e agentes autônomos.

Este mercado vem sendo desenvolvido gradativamente no Brasil mediante um processo de popularização e democratização das operações com valores mobiliários. Como sinais desta tendência pode-se citar o aumento das ofertas públicas de ações, aumento dos investimentos em ações e demais derivativos.

Seja em conglomerados em praça pública, seja em prédios de alto padrão tecnológico, no centro nervoso das operações encontra-se a Bolsa de Valores, local propício para negociação de valores mobiliários.

Originalmente, a Bolsa de Valores foi institucionalizada como associação mútua entre corretores (intermediários das operações no mercado), cuja finalidade era primordialmente viabilizar a organização das operações de compra e venda de títulos.

A cultura brasileira mostrava uma visão restrita da Bolsa de Valores, como se fosse uma “repartição pública”, na qual os interessados levariam os documentos necessários para o registro de suas sociedades empresárias e por conseguinte a abertura de seu capital.

Todavia, em meio à disseminação da informação e do avanço tecnológico, esta visão simplória não mais se harmonizava com a realidade mercadológica, e a instituição adaptou-se a novas perspectivas. Foi então, que a Bolsa de Valores de São Paulo, passou pela desmutualização e se transformou em uma sociedade empresarial de capital aberto.

Seguindo o mesmo caminho, a Bolsa de Mercadorias e Futuro também ofertou publicamente suas ações, passo crucial para a fusão das bolsas que deu origem a BM&F BOVESPA S/A, o que resultou na gênese da 3ª maior Bolsa do mundo.

Esta mudança causada pela desmutualização levou a transformação de uma pessoa jurídica, que não tinha fins lucrativos, em uma sociedade empresaria com interesses comerciais e que, portanto buscaria lucros para distribuí-los a seus acionistas. Na verdade, ao longo de toda história do mercado de capitais brasileiro, este fato não possui precedentes na história nacional.

A transformação em sociedade por ações altera não apenas os estatutos ou a estrutura societária da Bovespa, mas vai além, engloba uma gama de modificações no foco da gestão empreendedora, ou seja, a Bolsa de Valores buscará o lucro, o qual decorre principalmente dos emolumentos e taxas de custódia das operações nela realizadas, podendo gerar conflitos de interesses.

A conciliação entre o interesse público e o privado é desafio das bolsas empresárias, as quais, além de suas funções comerciais, acumulam funções regulatórias.

Este desafio deve ser enfrentado para fundamentar possíveis alterações do sistema de regulação do mercado brasileiro, como disse Keynes “o mundo não é governado de forma que interesse particular e individual sempre coincidam”¹, o que leva a necessidade de uma adaptação das normas que regulam o mercado de valores mobiliários.

Os poderes conferidos à Bolsa podem levar a situações conflituosas baseadas no eterno dilema enfrentado entre o interesse público e privado, a necessidade de adaptação dos agentes privados não pode ser ignorada pelo Estado, no mais, o próprio poder público tem a competência de incentivar mudanças, implementar as regulamentações de forma estrita ou mais liberal e harmonizar o mercado de forma a manter o equilíbrio entre os setores do mercado.

Contrariando a ideologia clássica, em momentos de crise, mesmo a Bolsa, como empresa que é, sofre com a instabilidade, e então é que devemos tomar o Estado como refúgio para a harmonização econômica, via e implantação de políticas econômicas e, também pela imposição de maior controle jurídico do mercado buscando, assim, o restabelecimento de um controle sobre as forças mercadológicas.

¹ Posição de Keynes ao tratar das visões de Hume, RosseauB, Bentham e Paley em um de seus clássicos “O fim do laissez-faire” escrito em 1926. In: KEYNES, John Maynard. 1926. *The end of de laissez-faire*. Reimpresso in: CW IX, Londres: MacMillan, 1972. p. 186.

A maioria das bolsas de valores com finalidade lucrativa enfrentam um dilema, de um lado persegue-se lucro, e de outro o monitoramento do mercado, vivendo em constante possibilidade de conflito entre a defesa do interesse individual e do coletivo.

A necessidade de atuação positiva e controladora do Estado no mercado advém da crise, analisando a situação econômica mundial pós a Primeira Guerra Keynes percebeu que algumas nações se desenvolviam mais que as outras, na medida em que o Estado tivesse maior participação e controle das atividades econômicas².

Daí em diante, percebeu-se que durante as crises, as mãos do Estado socorriam a economia, e foi nesta época que as bases do controle jurídico do mercado ergueram-se, fazendo surgir então o que até hoje chama-se de Direito Econômico, ramo do direito originado da inovação da guerra, que a esta altura não se resumia em conflitos militares, mas atingia a indústria, a tecnologia e economia, passando, assim, a atingir todas as classes sociais.

Neste contexto, para o desenvolvimento do presente estudo, no primeiro capítulo trará uma breve exposição histórica sobre a origem da Bolsa de Valores, sua natureza jurídica e a diferença entre os objetos da Bolsa de Valores e da Bolsa de Mercadorias e Futuro, derivadas de um mesmo gênero, as “bolsas de comércio”, passando ainda por uma análise dos sistemas bursáteis de outras bolsas de grande importância no mercado internacional, como França, Inglaterra e Estados Unidos.

Em seguida o segundo capítulo dispõe sobre a evolução estrutural da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias e Futuro, desde a instituição, passando pela outorga de sua função pública até sua transformação para entidade empresarial e fusionada com ações negociadas no mercado.

O terceiro capítulo dedica atenção à análise dos critérios de regulação do mercado de capitais implementados no Brasil com foco sobre o papel regulador da Bolsa de Valores, apresentando os critérios de regulação e de autorregulação, com as conseqüentes vantagens e desvantagens de um e de outro sistema.

O quarto capítulo versa sobre questão de grande importância, os conflitos de interesses derivados do contraste entre a finalidade lucrativa da Bolsa de Valores decorrente da desmutualização da Bolsa de Valores de São Paulo com seu poder

² Visão exposta por Keynes em sua obra:, “as conseqüências econômicas da guerra”, escrita em 1919.

regulatório oriundo de sua natureza de associação civil, analisando as possibilidades de minimização destes conflitos por meio de instrumentos interventivos e mistos.

O quinto capítulo dispõe sobre a possibilidade de influência da Bolsa de Valores no mercado de capitais, bem como sobre o papel da Comissão de Valores Mobiliários - CVM como órgão de controle da própria Bolsa, analisando a forma de intervenção Estatal que seria necessária para coibir possíveis abusos, diante de sua função limitadora do poder econômico no mercado de capitais, visando restringir a autorregulação da Bolsa ao seu novo formato empresarial.

1 A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA BOLSA DE VALORES PELOS RUMOS DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO

1.1 DA ORIGEM DA BOLSA

O presente capítulo busca introduzir a origem das Bolsas de Valores e de Mercadorias sob uma contextualização geral, necessário à compreensão do processo de transformação de simples feiras de mercadores em megas estruturas do capital, vez que se apresenta como o local propício para circular o poder econômico.

É impossível debruçar-se em estudos sobre tal temática, sem voltar às origens do Mercado, buscando no passado, a base para compreender o presente.

Há quem remonte a origem da Bolsa à própria história da economia grega³, quando então conhecidas como Bolsas do Comércio, dado a existência do “*emporium*”, local onde se reuniam comerciantes para o exercício da mercadoria. Outros as identificam como instituto romano, oriundo do *collegium mercatorum*, ou ainda, nos bazares dos palestinos⁴.

A evolução do mercado acompanha a evolução do Homem e da comunidade, e ao considerar as bolsas de valores, como institutos mercadológicos do sistema capitalista, pode-se balizar sua evolução aos passos desta transformação.

Nos tempos mais remotos, o Homem produzia bens para subsistência própria e de sua família, sem excessos, evitando o desperdício. Passada esta fase, os indivíduos perceberam que caso produzissem mais do que consumissem, poderiam trocar o excesso da produção com outras famílias, e assim se desenvolveu a cultura da destinação da produção excedente, surgindo então a economia de

³ Há de se observar que, nesta época, a conotação da palavra “bolsa” apresentava total relação com o comércio de bens, o que não se coaduna com sua idéia e sentido atuais, posto que, naquela época, sequer a economia era vista como uma ciência, mas sim uma estrutura derivada da ética e da política (no sentido grego da palavra “polis”), posto que a própria especulação a juros era combatida na teoria aristotélica.

⁴ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais. Fundamentos e técnica*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 45.

trocas, embrião do comércio, o que foi alavancado com o despertar da cobiça por artigos de luxo.

Na Idade Média, tais quais outros países da Europa, comerciantes reuniam-se nas *Foires*, na França, formando a rota do tráfego de mercadorias e pagamentos, negociações em moeda estrangeira e títulos.

Dos mercadores ambulantes, surgiram os mercados periódicos (produtores rurais de alimentos e artesãos), dele o comércio internacional, e finalmente o industrial e fabril vinculando a ideia de destinação da produção para um terceiro comprador, “*o indivíduo não consome produtos de seu próprio trabalho, mas do trabalho alheio*”⁵.

A Bolsa acompanhou este desenvolvimento, surgiu com o comércio em praças públicas, onde realizavam verdadeiros leilões de seus produtos e cédulas de crédito, por onde circulava o capital.

A palavra “bolsa” foi utilizada no sentido comercial e financeiro pela primeira vez em *Brujas*, cidade lacustre da Bélgica, capital de Flandres, posto que neste local os mercadores se reuniam em volumosas assembléias em frente à casa de Van Burse, cujo brasão familiar tinha por signo o desenho de três bolsas, e que significava honradez e méritos por sua atuação na área mercantil⁶.

A mesma palavra era utilizada no comércio Português para identificar as reuniões de negócios, que tratavam na época de forma maciça da venda de mercadorias e ocorriam em torno de uma caixa ou bolsa.

Da Idade Média até o século XVII, as funções das bolsas se resumiam à compra e venda de moedas, letras de cambio e metais preciosos e conclui que os negócios, então, eram limitados pelas dificuldades de comunicação, escassez de capitais e ausência de crédito.

Em Paris, por volta de 1.141, os Lombards, receberam permissão especial para o comércio de dinheiro (decreto especial de Louis VII) e estabeleceram-se, no *Grand - Pont*, por esse motivo o local das operações tomou o nome de *Pont-au-Change*, sendo que sua implantação se deu por Luís VII, sendo regulamentada em 1.304.

⁵ WEBER, Max. *A bolsa* (Die burse). Reimpresso em Lisboa: RelógioD'água, 2004. p. 59.

⁶ CASAGRANDE NETO, Humberto. *A abertura do capital de empresas no Brasil*. São Paulo: Atlas. 1989. p. 23

Em 1305, Philip Le Bel estendia o direito ao comércio de dinheiro à burguesia, tal fato proporcionou a implementação da primeira Bolsa de Valores que foi regulamentada após 200 anos, sendo institucionalizada como associação civil e assim se manteve até o fim do século XX.

Em se tratando de abrangência mundial, imputa-se à Bolsa de Amberes, criada em 1531, localizada na região da Antupéia, na Bélgica, criada em 1531, a qual ficou conhecida como a primeira bolsa de caráter internacional.

Outro ponto de extrema importância que deve ser abordado para ter uma noção sobre o surgimento das Bolsas é sobre a evolução das empresas constituídas na modalidade sociedade por ações, vez que possui papel preponderante nas negociações de seus títulos.

Neste sentido, volta-se à época das descobertas marítimas, onde apesar da intensa participação do Estado patrocinando tais atividades, há registros em que este processo se deu por meio de parcerias privadas, o que mais tarde recebeu o nome de sociedades por ação.

Encontram-se resquícios em Veneza, Itália, de contratos entre um associado financeiro e um marinheiro datados de 1.072, chamado *societas maris*. O financiador contribuía com parte do capital necessário para a expedição e os marinheiros arcavam com o restante. A sociedade funcionava por apenas uma viagem e os sócios dividiam os lucros. Essa idéia perfigurava o que passou a ser conhecido como sociedade de responsabilidade limitada. No extremo, para um tipo de sociedade limitada chamada de “anônima”, os sócios individuais, conhecidos então por acionistas, não tinham a menor importância. As participações de capital chamavam-se ações⁷.

Após o declínio da Bolsa de Antuérpia, a Holanda se beneficiou com a imigração de comerciantes que deram grande impulso ao mercado holandês, o que levou ao desenvolvimento da Bolsa de Amsterdã, comandada por agentes privados atuantes no mercado de capitais.

A criação e consolidação de grandes companhias mercantis, como a companhia das Índias criada em 1602, foram fundamentais para a consolidação de empresas do comércio marítimo de longa distância, fator propulsor que ajudou o capitalismo a tomar forma.

Tais companhias deram origem às sociedades por ações, uma estrutura capaz de mobilizar recursos, servindo de instrumento para atender a grandes

⁷ GALVÃO, Alexandre. *Mercado Financeiro. Uma abordagem prática dos principais produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. p. 205.

investimentos, formada pela união de sócios sequer se conheciam, mas tinham o objetivo comum de investir e serem recompensados em operações arriscadas⁸.

Para se ter uma ideia, no final do ano de 1.650 a Companhia Holandesa das Índias Ocidentais ganhava porte de grande empreendimento de capitais, e *“fincava o marco da moderna negociação com ações uma vez que o capital de seus investidores não era exigível, mas era remunerado com dividendos anuais e podia ser livremente transferido a outros investidores”*⁹.

No Brasil, um exemplo interessante da origem da sociedade por ações ocorreu em 1.711, quando o corsário francês Duguay-Trouin criou uma empresa nos moldes das companhias europeias:

À frente de uma esquadra cujos armamentos tinham sido financiados pelos acionistas, o francês tomou o Rio de Janeiro, pôs fogo em 60 navios mercantes e impôs à cidade sitiada um resgate suficientemente alto para a remuneração de seus acionistas: quase 100% de lucro!¹⁰

1.2 A BOLSA NO ESTADO LIBERAL

O Estado Liberal surgiu de forma a implantar as noções de liberdade, criticando o despotismo do Estado Absolutista e contava com a força da burguesia que, baseada em conceitos iluministas viu na lei uma forma de frenagem dos poderes do soberano, impondo a necessidade de submissão do rei à lei, ou seja, a submissão do Estado ao Direito baseado em normas criadas de forma a favorecer sua conquista do poder.

O espírito da época (século XVIII), tinha por base a igualdade, liberdade e propriedade, porém, deve-se ler com atenção devida. A igualdade que se buscava era a meramente formal, a liberdade era a de mercancia, e a propriedade era a privada, fatores que favoreciam o capitalismo e a elite burguesa, a qual fazia por prevalecer a não intervenção estatal na vida da sociedade, de forma a inaugurar um Estado Mínimo.

⁸ Na França, após a promulgação do Código de Comércio Francês foram estabelecidas as normas gerais sobre a constituição e funcionamento das sociedades anônimas de forma a exigir autorização para sua criação, independentemente de lei o que possibilitou uma mescla entre intervencionismo e liberdade do capital.

⁹ RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de Capitais*. Belo Horizonte: CNBV, 1996. p. 20 .

¹⁰ GALVÃO, Alexandre. *Mercado Financeiro. Uma abordagem prática dos principais produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.p. 205.

O individualismo era a fonte destes direitos, então chamados de fundamentais, a sociedade da época pautava-se no poder da razão individual, que por base da boa vontade comum compartilhava a capacidade de destilar princípios tão *inatos* e *óbvios*, e assim a mesma noção de liberdade, igualdade e propriedade burguesa.

A liberdade individual era dada como prerrogativa do indivíduo, a qual era limitada tão e somente pela lei, “igual” para todos, capaz de submeter os indivíduos e o Estado ao Direito, fazendo surgir o Estado de Direito, assim o Estado de Direito se restringia ao mínimo necessário a garantir os direitos conquistados por aquela, isto é, garantir sua maior liberdade possível. *Laissez-faire, laissez-passer*.

Junto do Estado de Direito fortificou-se o positivismo, que considerava válido o direito posto pelo Estado, o detentor do poder para estabelecer as normas jurídicas. O Estado-Juiz solucionará os conflitos aplicando-se a lei do Estado-legislador.

Porém, especialmente no que tange ao mercado de capitais, à época, o direito positivo não prosperava. Pela própria liberdade as negociações e o comércio deveriam caminhar por suas próprias regras, uma autorregulação às escuras, baseada em costumes.

O Direito passou a ser tratado como norma, como lei advinda de um ente político e não mais de um rei divino, e claro, a burguesia criava leis que mais atendiam a sua vontade. Os códigos da época se baseavam no Direito Natural (Racional), sendo, portanto, esvaziados de conteúdo, o que levou a consagração do Estado Legal.

Nesta visão, os indivíduos eram deixados à própria sorte, e só assim desenvolviam a capacidade necessária para organizar a sociedade e o mercado, ou seja, de modo que ele bastaria por si só, visto que por meio das vias de atração, preços, gastos e distribuição de renda seriam controlados (pura lei da oferta e da procura), mantendo assim a estabilidade¹¹.

A força do liberalismo advinha das práticas econômicas, já que entre os séculos XXVIII e XIX teve-se a Revolução Industrial e o progresso econômico, ainda que diante de uma distribuição de renda injusta. No mais, na mesma época, tinha-se a visão de que o Estado era instrumento de corrupção e, assim, deveria agir como

¹¹ SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. São Paulo: Nova Cultural, 1985 p. 119.

mero expectador da vida econômica, sem regulações, sem intervenções, de forma que os agentes privados se autossustentariam.

As ideias advindas dos países do liberalismo clássico se fundem em uma crença do capitalismo sem fronteiras geridos por um Estado minimista e com a certeza de que a desregulação dos mercados seria uma forte arma para a redução das desigualdades.

Ao tratar de livre mercado de forma ampla trata-se também de mercado de capitais, que está vinculado diretamente a Bolsa de Valores. Neste ponto específico passa-se por ciclos liberais e controlados, variando conforme as adaptações em tempos de glória injusta e em tempos de crise.

Neste sistema tinha-se a bolsa como centro de negócios, Tong chega a expor como mero ambiente especulativo (no pior conceito da palavra). Para o autor a seleção de ações para comprar na Bolsa não tem regra definitiva e, citando Adam Smith, induz que o investimento em ações é um jogo, ou seja “o Jogo do Dinheiro”. Em sua forma popular de expressar o que defende, ainda remete às seguintes comparações:

Não basta você sozinho achar que uma determinada ação é boa. Uma ação é boa somente quando todo o mundo o acha boa. A Bolsa é comparável ao concurso de Miss. Para você acertar a vencedora, não basta insistir na candidata que você considera a mais bela, mas é preciso descobrir a candidata que os juízes acham a mais bela ¹².

E vai mais além quando relata a seguinte passagem:

A Bolsa é diferente da corrida de cavalos. É permitido apostar nos cavalos somente antes de começar a corrida; a Bolsa proporciona aos investidores a oportunidade de apostar com a corrida já Bolsa em declínio com um campo de batalha, cheio de soldados feridos. Mas entre os feridos, os que estão menos feridos são sempre os primeiros a voltar ao campo de batalha¹³.

Entretanto, foi apenas durante a Revolução Industrial, nos séculos XVIII e XIX, que o surgimento das sociedades por ações propiciou o marco legal que permitiu sua expansão em grande escala, a generalização da produção organizada

¹² TONG, John Yeh Chang. *A Bolsa é Bossa. Guia prático do investidor*. Rio de Janeiro: Apec, 1971. p. 19 e 29.

¹³ Ibid. p. 33

na Inglaterra marca a constituição do modo capitalista, e a grande indústria se espalhava por vários países.

Os industriários passaram a ver com bons olhos a captação de recursos junto ao público e levaram suas ações ao mercado secundário para circulação em Bolsas de Valores, esta impulsão se deu graças a livre concorrência, essencial para a fundamentação do regime capitalista de produção, quando então, a empresa familiar passou a alterar sua forma de organização para as sociedades anônimas e passaram a vender seus papéis na bolsa e comprados por capitalistas já estabelecidos¹⁴.

Nestes moldes seguiram as bolsas americanas, especial atenção à Bolsa de Nova Iorque (New York Stock Exchange - NYSE), uma das mais importantes dos Estados Unidos que surgiu em 1792, quando agentes financeiros reunidos sob a sombra de uma árvore da *Wall Street*, elaboraram as normas para suas transações comerciais, sem a intervenção do Estado.

1.3 A NATUREZA JURÍDICA DAS BOLSAS

As Bolsas de Valores foram instituídas para a compra/venda a vista de ações e títulos em geral, de forma que suas negociações só ocorriam com o lançamento lastreado em títulos físicos, possivelmente existentes e postos à disposição no mercado secundário.

Já as Bolsas de Mercadorias tinham por fim o local para negociação de mercadorias agrícolas que estivessem a caminho ou em fase de produção, ou ainda títulos que equivalessem a dinheiro, mas que não existisse a entrega física. Assim, aduziu Pinheiro “à medida que surgiram os mercados de títulos representativos de mercadorias (*commodities*), foram criados locais específicos para sua negociação (bolsa de mercadorias)”¹⁵.

Há de se fazer a distinção histórica entre as bolsas conforme o objeto nelas negociados: entre bolsa de mercadorias e bolsa de valores, nestas se negociavam divisas, moedas estrangeiras, títulos de crédito, fundos (obrigações do Estado) e

¹⁴ O problema das industrializações atrasadas foram resolvidos pela generalização das sociedades anônimas, enquanto na Inglaterra esta formação se deu pelas empresas ferroviárias, nos outros países a empresa aberta não se limitou só a este objeto In: HILFERDING, Rudolf. *O capital financeiro*. Traduzido por Wanda Brant. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

¹⁵ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais. Fundamentos e técnica*. São Paulo: Atlas, 2007.p. 175.

finalmente os valores mobiliários, ativos de um modo geral enquanto que naquelas negociavam-se mercadorias e comodites em geral (contratos padronizados e produtos agrícolas)¹⁶.

Como visto, as bolsas mais antigas não tinham um formato institucional, os negociantes por si próprios se reuniam, ocupando praças e locais públicos e lá ofereciam seus produtos, com o passar do tempo, percebeu-se que o deslocamento até estes locais de negociação despendia tempo e dinheiro o que se revertia na diminuição do lucro pretendido, foi então que outros métodos foram criados como a emissão de ordens de compra e venda, a qual sobreveio até a atualidade.

Desde então, as negociações passaram a ser feitas por meio de intermediadores: os vendedores e compradores de bens e valores emitiam ordens para pessoas especialmente contratadas para a realização das ordens nas bolsas, que as executavam em nome do ofertante.

Nasceu assim uma nova categoria de trabalho, os operadores das bolsas, e as figuras do comissionista e do corretor, pessoas que passaram a conhecer este mercado como ninguém.

O comissionista tinha a função assemelhada a de um mandatário que recebia comissão sobre as negociações realizadas em nome do negociante emissor da ordem de compra ou venda, que indicava o preço pelo qual estava disposto a vender ou comprar, além do tipo de mercadoria ou título e a respectiva quantidade.

Já o corretor era mero agente intermediário das negociações incumbido de encontrar o comprador ou vendedor e, conforme a ordem recebida, realizava a transação e recebida como pagamento uma espécie de taxa chamada de “direito de corretagem”¹⁷.

Em círculos, os corretores realizavam os pregões, expondo em voz alta suas ofertas de forma repetitiva, até que encontrassem uma parte interessada que aceitasse e o negócio fosse fechado. Interessante notar que em razão do número de negociações e do aglomerado de pessoas, as bolsas instituíram uma linguagem própria, com expressões abreviadas, gesticulações, o que pode ser visto ainda nos dias atuais em algumas instituições.

¹⁶ Na época, o conceito de valor mobiliário é restrito a títulos, participações societárias hodiernamente, o conceito foi alargado, e os valores mobiliários podem ser traduzidos como instrumentos de que fazem uso as companhias abertas no âmbito do mercado para a coleta de capitais junto ao público

¹⁷ WEBER, Max. *A Bolsa*. Reimpresso em Lisboa: Relógio D'Água Editores, 2004. p. 83-84.

Os corretores tornaram-se especialistas na mediação das transações das bolsas e, no decorrer dos tempos, organizaram sua profissão e foram os propulsores da institucionalização da própria bolsa.

O desenvolvimento e a constituição das bolsas pelo mundo dividiu-se praticamente em dois grandes sistemas a depender da força impulsora da institucionalização, tem-se então, o sistema público, também denominado de oficial, pelo qual se vincula a criação e o funcionamento das bolsas ao Estado; e o privado, pelo qual qualquer pessoa, independente de qualquer autorização estatal, pode constitui-la, sem intervenção do Estado.

As bolsas públicas eram controladas pelo Estado fosse de forma direta, sem a intervenção da iniciativa privada, ou indireta, por meio de delegação da prestação de seus serviços públicos no que tange ao mercado mobiliário.

Por seu turno, em oposição ao modelo intervencionista estatal, outros países desenvolveram o modelo liberal, tomado por uma estrutura regulamentar em que Estado deixa para a iniciativa privada a decisão sobre a organização das bolsas.

No caso das bolsas privadas há dois modelos de propriedade: o primeiro deles consiste na associação sem fins lucrativos por ações ou títulos mutualísticos, pelo qual se pretende a busca da ampliação da utilidade de seus membros e onde o investimento para constituição da Bolsa advém dos próprios usuários. Já o segundo modelo aborda as sociedades empresariais, cuja participação se justifica pela expectativa de lucro.

Tanto no modelo oficial quanto no privado, a organização das bolsas gerou benefícios ao mercado, propiciando aos investidores maior transparência na formação de preços, a facilidade das negociações, a criação de centro de liquidez, a formalização dos sistemas e ainda as garantias na realização e liquidação do negócio. Aos corretores a organização em bolsa gerou a oportunidade do acúmulo de conhecimento e ao Estado uma forma de ordenação do mercado de valores mobiliários.

1.4 O MERCADO DE CAPITAIS E AS BOLSAS DE VALORES

O mercado de capitais pode ser definido como um subsistema do mercado financeiro a compreender as transações com valores mobiliários abarcando os títulos, mercadorias e contratos em geral.¹⁸

Pode-se descrevê-lo como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para agentes vendedores, que permitem o desenvolvimento do sistema de distribuição de valores mobiliários a qual tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas¹⁹.

O crescimento do mercado de capitais foi *pari passu* a desaceleração do mercado de crédito, quando se tornou por demais oneroso e deixou de atender as necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades.

Sob este ponto de vista, o mercado de capitais baseia-se em dois princípios básicos, o da contribuição para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada e o da orientação da estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia²⁰.

De fato, a abertura do capital de uma sociedade empresária pode ser abordada sob dois planos econômicos distintos. Para a microeconomia, as necessidades satisfeitas pela abertura de capital normalmente estão ligadas à necessidade de financiamento dos projetos de expansão como, por exemplo: ampliação da produção modernização da empresa, criação de novos produtos, informatização etc.

Por outro lado, no cenário macroeconômico, os investimentos em economia podem ser considerados a mola propulsora do crescimento econômico e que todas

¹⁸ A lei 6.385 de 1976 em seu artigo 2º traz o rol de títulos e negócios considerados como valores mobiliários.

¹⁹ Galvão leva a conhecimento que “um dos primeiros casos de emissão de ações para venda ao público pode ter sido o de uma empresa londrina com o sonoro nome *The Mysterie and Compagnie of the Merchant Adventurers ofr the Discoverie of Regions Dominions, Island and Place of Unknown*, em 1553”. In: *Mercado Financeiro. Uma abordagem prática dos principais produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. p. 253.

²⁰ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais. Fundamentos e técnica*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 130 - 131.

as economias necessitam de crescimento e desenvolvimento para proporcionar aos seus agentes um nível melhor de vida e, para que haja essa expansão, é preciso que as empresas façam investimentos para acumulação de capital produtivo e aumento de sua produtividade.

Uma vez ocorrida a Oferta Pública Inicial de ações (em inglês conhecida como *Initial Public Offerer* ou *IPO*), os títulos são negociados primeiramente no mercado primário de ações, apenas entre os grandes *players*. Posteriormente, estes títulos são colocados à disposição do público em geral, no mercado secundário²¹.

A expansão da economia eleva a relevância do sistema de distribuição de valores mobiliários como fator multiplicador da riqueza nacional, uma vez que a captação de recursos junto ao público é condição para o sucesso dos investimentos produtivos, cujo interesse de participação nos resultados impulsionam o crescimento das empresas.

Na tentativa de desmistificar a seara do mercado primário, recorre-se a Barros (1964), vez que o autor defende que o desenvolvimento dos parques industriais (revelado por intermédio do milagre da vida econômica americana) parece se tornar mais compreensível quando a visão do seu sistema de investimentos demonstra de onde e de qual forma se levanta os recursos financeiros para suas gigantescas realizações, “tornando surpreendentemente fácil o que parece desmensuradamente difícil”²²

O mercado primário de ações reflete a oportunidade de investimentos com riscos diluídos e representa uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico, além de democratizar o acesso ao capital e canalizar recursos dos que poupam para o investimento nas atividades produtivas.

Por outro lado, o mercado secundário de ações é definido como o lugar onde se transferem títulos já subscritos entre investidores e/ou instituições, uma negociação de valores em bolsa ou mercado balcão, após a sua emissão no mercado primário. Ao comprar títulos no mercado secundário, o investidor tem a expectativa de reaver o capital investido, de modo a desfazer-se delas e reaver seu dinheiro com lucros.

²¹ O mercado primário caracteriza-se pelo encaixe de recursos na empresa, o secundário apresenta mera transação entre compradores e vendedores de ações não ocorrendo assim alteração financeira na empresa.

²² BARROS, Benedito Ferri de. *O Mercado de Capitais dos Estados Unidos. Organização e práticas*. New Jersey, 1964.p. 19.

A Bolsa se vincula diretamente a este mercado do qual decorre a capacidade de arrecadação de valores junto ao público para investimentos empresariais e assim gera a circulação de riquezas na sociedade e permite o desenvolvimento econômico.

O conceito de investimento em uma economia vincula-se à criação de riqueza, e não simplesmente à transferência de propriedade de um bem. Adquirir ações em Bolsa de Valores, por exemplo, não pode ser interpretado como investimento dentro do conceito econômico. Por se tratar de mercado secundário, a compra de ações envolve uma simples transferência de posse dos valores, sem agregar riqueza à economia. Se a compra ocorrer, no entanto, quando do lançamento das ações (mercado primário) admite-se uma criação de riqueza motivada pela canalização direta do capital investido na empresa e é considerada como investimento no sentido da economia²³.

A função do mercado secundário é dar liquidez ao negociador, possibilitando que, no momento que realizar uma operação de venda, exista o comprador e vice-versa. Este mecanismo operacional é desenvolvido no interior das bolsas de valores, que cumpre sua função precípua de criar ambiente propício para as negociações.

Além de lugar de negócios de títulos, historicamente, a “Bolsa de Valores pode ser tomada por no mínimo outros três sentidos, quais sejam, o de conjunto de operações, o estado das operações (Bolsa em alta, Bolsa em baixa) e finalmente o sentido institucional”²⁴.

Vista como local de negociações, sob um olhar simplista, a bolsa se assemelha a um mercado em sentido físico, como lugar em que se encontram a oferta e a procura de um mesmo produto, onde se negociam mercadorias e valores mobiliários, servindo para troca em proporção de grande monta.

Sendo assim, tanto bolsa quanto mercado têm por objetivo resguardar as negociações e prover o encontro entre oferta e procura, porém, nos dizeres de Max Weber “no mercado negociam produtores e consumidores; já nas bolsas, negociantes em gigantescas proporções”²⁵.

Em que pese a semelhança, paira uma diferença crucial entre estes institutos, enquanto que no mercado as trocas das mercadorias (produto/dinheiro) só ocorrem com produtos físicos já existentes e postos à disposição, nas bolsas, podem

²³ ASSAF NETO. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2003. p. 29.

²⁴ BARRETO FILHO, Oscar. *Natureza Jurídica da Bolsa de Valores*. Revista da Faculdade de Direito de São Paulo. Vol. 54, p. 93/129, 1959. p. 101.

²⁵ WEBER, Max. *A bolsa* (Die burse). Reimpresso em Lisboa: Relógio D'água, 2004. p. 64.

ser negociadas mercadorias não apresentadas fisicamente, que podem estar a caminho ou em fase de produção, ou ainda títulos que equivalem a dinheiro.

1.5 AS BOLSAS PELO MUNDO – O EXEMPLO DE INGLATERRA, FRANÇA E ESTADOS UNIDOS

Passa-se a uma breve análise sobre a origem e as principais características de três das mais importantes bolsas do mundo: França, Inglaterra e Estados Unidos.

Este estudo do direito comparado serve a esta pesquisa em razão de sua importância para notar as diferenças de postura das bolsas quanto à autonomia ou submissão ao Estado no desenvolvimento de suas atividades, e mais, demonstrar o rompimento de fronteiras territoriais do instituto através das fusões que criam impérios auto administrados e auto-regulados, o que lhes garante imenso poder que precisa ser limitado.

1.5.1 A Bolsa de Paris

Em sua concepção original, a participação de negociantes era totalmente livre, podendo dela participar quem tivesse vontade e crédito, porém, as operações em si eram realizadas por uma câmara de corretores, composta por pessoas de vastas posses econômicas que compravam suas cadeiras junto ao governo francês, eram os chamados *Institut du Parquet*, responsáveis pela intermediação dos negócios, formando um grupo privilegiado de alto poder aquisitivo²⁶.

Neste aspecto liberalista, a bolsa francesa caminhava a grandes passos como centro de captação de recursos para investimentos nas grandes navegações sem arranjos estatais até o momento em que sofreu sua primeira crise.

Seguindo a tendência das companhias da época, John Law, dono da empresa detentora do monopólio comercial da Guiné ao Japão, a Compagnie de Indes (ou do Missipi), decidiu pela venda das ações no mercado buscando assim o financiamento das viagens marítimas.

²⁶Ibidem. p.91.

Paris foi tomada de febre pelo tráfico acionário, a garantia dada para quem adquirisse as ações que ele vendia aos lotes lastrava-se no monopólio comercial que o regente lhe dera em 1719, para a exploração mercantil de meio mundo, da "Guiné ao Japão".

A rentabilidade deste negócio causou alvoroço entre os investidores da época que buscavam o enriquecimento, e assim tentaram as aquisições destes títulos, porém, devido à grande procura, em 1720 ocorreu a supervalorização das ações da Companhia, os negócios na bolsa viraram o caos e, pela primeira vez, a bolsa de Paris que não estava estruturada para tal situação passou pela primeira crise mundialmente impactante.

Ultrapassada a crise, a Bolsa de Paris passou a ser controlada pelo governo francês que a instituiu oficialmente, sendo que daí em diante coube ao Estado sua divulgação, o monitoramento do número de membros e de títulos negociáveis, a fixação de regras de operação e a utilizá-la para fins políticos.

Todas as operações ocorriam por meio dos agentes de *change* indicados pela Coroa que monopolizavam as operações com títulos, ou seja, atuavam como corretores e não podiam agir em nome próprio.

As operações realizadas deveriam se restringir aos comandos dos clientes e também era vedada a especulação, ou mesmo a negociação de determinados títulos para diversos clientes²⁷.

Dito monopólio só se preservou até a Revolução Francesa, quando o governo revolucionário abriu a possibilidade de corretagem a qualquer interessado mediante pagamento, quando a companhia de agentes de troca foi recriada, porém, estes voltaram a ser indicados por Ministros a partir do Código Napoleônico.

A partir de 1816, os corretores receberam novamente a autorização para vender seus títulos de acesso a qualquer interessado, quando então a Companhia de Agentes passou a atuar como algo semelhante a uma entidade reguladora, pela qual, o síndico, antes indicado pelo rei, passou a ser eleito em assembleias e tinha força para indicar uma espécie de conselho (*chambre syndicale*) com poderes de edição de normas e supervisão do mercado.

A bolsa de Paris era fechada ao mercado interno até 1859, o Estado não permitia que ações de companhias estrangeiras fossem negociadas, porém com o

²⁷ DAVES *apud* DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese (Doutorado em Direito)–Universidade de São Paulo, São Paulo. 2008. p. 103.

crescimento da emissão de ações e desenvolvimento do mercado não oficial a bolsa teve certa abertura.

A partir de 1967, diante da forte intervenção estatal, o sistema de regulação de mercado no país passou a ser exercido pela Comissão de Operações da Bolsa (COB), agência governamental atuante principalmente no mercado primário, ou seja, na abertura de capital das empresas francesas²⁸.

Tratava-se de um órgão público administrativo e independente com função de implementar investigações de política de *disclosure* e supervisionar as bolsas e seus membros, porém questões referentes ao controle de oportunidade cabia ao Ministério da Fazenda competente para controlar emissões de grande vulto com força para alterar o equilíbrio do mercado.

A Comissão de Operações da Bolsa da França tinha como uma de suas funções o monitoramento das empresas cotadas na bolsa quanto às informações estruturais e negociais, além de controle sobre *insiders* (administradores e membros da companhia em contato com informações privilegiadas), e da responsabilidade de aprovação do regimento interno das bolsas fixando inclusive, taxas de corretagem²⁹.

Só após a bolsa francesa transformou-se em associação civil e assim se manteve até o fim do século XX, quando então procedeu ao processo de integração junto às bolsas de valores de Amsterdã e Bruxelas, participando da primeira fusão entre bolsas de diferentes países³⁰.

1.5.2 O mercado inglês e a London Stock Exchange - LSE.

O mercado de capitais inglês é uma rica fonte de produção científica, pois é arraigado de grande tradição histórica e foi consolidado pela negociação de títulos em grande volume distribuído entre vários proprietários, e a Bolsa de Londres é um dos melhores exemplos de bolsa privada.

Sua institucionalização se deu em 1668 sob uma estrutura liberal, mediante a união de particulares sem intervenção estatal, constituída como uma associação

²⁸ EIZIRIK, Nelson e WALD, Arnold. O Regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 61, 1986. p.10.

²⁹ Citando Bloch-Lainé, Eizirik lembra que a atuação da Comissão de Bolsa da França se assemelha ao que denominou de magistratura econômica e social uma forma de submissão de conflitos derivados do mercado buscando a conciliação. In: EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 103.

³⁰ A fusão destas bolsas desencadeou na Euronext.

autoadministrada composta por um grupo fechado que por si decidia quem dele poderia participar, desde que para tanto se pagasse por um “lugar na bolsa”³¹.

De início a bolsa não tinha sede, as negociações ocorriam nos arredores dos bares próximos a *Royal Exchange*, de forma que as regras eram impostas à maneira antiga por meio de acordo de cavalheiros empenhados no mercado.

Os pagamentos dos lugares na bolsa tinham um alto valor. Os componentes corriam o risco do inadimplemento, o que poderia levar à desestabilização, atentos para este fato, os corretores se organizaram de forma a banir os inadimplentes dos cafés.

O nome dos devedores era exposto ao público para que a informação sobre inadimplentes fosse disseminada e, assim, os corretores se precavessem evitando que eles participassem de negociações.

Foi em 1773 que os participantes da Bolsa de Londres se uniram aos acionistas de companhia proprietária do edifício comprado para o estabelecimento da bolsa e lá instituíram sua sede.

Foi por volta de 1801 que a Bolsa Inglesa foi estruturada em seu formato moderno, como uma sociedade empresária, concentrando suas raízes em Londres, seguida das Bolsas de Liverpool e Manchester, trinta anos mais tarde.

Em 1812, as primeiras regras sobre a bolsa foram editadas pelos participantes do mercado, todavia não se via sequer a pretensão de esgotar a estruturação do mercado, mantendo-se uma regulação de forma superficial, o que gerava muitos conflitos entre os negociadores.

Até 1912 não existia regras de corretagem na bolsa londrina, e foi só então que se estabeleceu patamares mínimos de percentagem de corretagem, volume de negociação, pretendendo assim dar maior estabilidade aos negócios.

Esta participação na bolsa poderia ser transmitida por herança do titular, ou poderia ser alienada a quem por ela se interessasse e pagasse um alto valor, o que gerava elitização do instituto, de forma que só quem detinha poder econômico poderia dela participar.

Os participantes da bolsa tinham interesse na expansão do número de negócios e assim assegurava grande abertura para a listagem de empresas que

³¹WEBER, Max. *A bolsa* (Die burse). Reimpresso em Lisboa: Relógio D'água, 2004. p. 89.

pretendiam a abertura do capital, o que se dava sem controle em uma abordagem de *laissez-faire*.

Dentre estas, a Bolsa de Londres mereceu destaque e ganhou grande proporção internacional, o mercado se aquecia, a preocupação se voltava mais a liquidez e a circulação do capital, sem maiores preocupações com a proteção dos investidores.

Anos mais tarde, em 1921 a Bolsa de Londres deu maior importância à proteção dos investidores, os próprios participantes se ocuparam de estabelecer regras de *disclosure*, restringindo a participação de pequenas empresas ou de sociedades preoperacionais.

Desde seus primórdios até os dias atuais, o mercado de capitais inglês enfrentou diversas crises, uma delas de grande representatividade desencadeada durante a Primeira Guerra Mundial, foi quando a bolsa permaneceu fechada por quase um ano, o que se repetiu no começo da Segunda Grande Guerra, por volta de 1939, e levou à instabilidade do mercado.³²

Os membros da bolsa se organizaram em duas categorias e se dividiram entre *brokers* e *jobbers*, os primeiros identificados como corretores encarregados da compra e venda de ações em troca de comissões, já os *jobbers* eram negociadores profissionais e agiam por conta própria sem contato com o público e estabeleciam o melhor preço das ações³³.

O mercado londrino garantiu um alto nível de concentração, na década de 70 após a fusão das bolsas da Gran-Bretanha e Irlanda, a Bolsa de Londres tomou grande proporção até que a Inglaterra passou a ter uma única bolsa de valores.

Desde então, os participantes da LSE tomaram para si a regulação do mercado de capitais e ainda de derivativos, concentrando os poderes de autorregulação em todo país, em última análise, auxiliada pelo *Panel on Take-Overs and Merges*³⁴, entidade privada encarregada da supervisão das ofertas das

³² In: <<http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/cooverview/history.htm>>. Acesso em 15 de abril de 2008.

³³ Os *brokers* tinham contato direto com os *jobbers*, aqueles inclusive tinham responsabilidade de arcar com os valores perante os *jobbers* e a própria bolsa em caso de inadimplemento de seus clientes que adquiriam os títulos mas não arcavam com a liquidação.

³⁴ Entidade formada por agentes de mercado bem como de representantes da bolsa com atribuição de investigação de infrações ao Code e de sancionar o infrator, além de agir como julgador de conflitos originados de take-over ou fusão, respeitando o devido processo legal.

empresas listadas nos temas de *take-over* e fusões, na qualidade de consultor e não de agente regulador e árbitro no que se refere a disputas sobre tal tema ³⁵.

A bolsa inglesa não conheceu a delegação formal do poder de regulação e eram mínimas as regras jurídicas que lhe conferiam competência legal para regular o mercado de ações, a aceitação das normas dava-se por puro voluntarismo.

Os membros da bolsa estavam sujeitos às regras de regulação da própria bolsa, sob a fiscalização do Conselho por ela eleito a quem foi conferido o poder de instituir procedimentos administrativos e punir condutas antiéticas, aplicando como sanções: a censura, a suspensão e a expulsão.

As condições para listagem eram estabelecidas pela própria bolsa, quem as aceitava se sujeitava mediante a assinatura de um acordo, ou seja, um contrato com delimitação de obrigações da emissora, sendo que, rompidas as cláusulas obrigacionais a sanção contratual advinda era a retirada das ações da bolsa ³⁶.

O contrato foi o instrumento encontrado à época para assegurar a obrigatoriedade no sentido jurídico e coativo da lei, posto que as regras então estabelecidas tinham tão somente um cunho moral e ético, isto implica em dizer que não se caracterizavam como normas de direito. ³⁷

Paralelamente, o departamento de Comércio do Governo se organizou e instituiu o *Companies Acts* que de uma forma geral tratou de proceder a regulação das questões societárias especialmente sobre a sua formação, regras de informação e transparência para emissão de ações (*disclosure*), além da estipulação de obrigatoriedade de publicação de prospectos, reservas de divulgação de fatos importantes e proteção de minoritários, proibição de uso de informações privilegiadas (*insider trading*), que complementavam as normas da bolsa.

Nos anos oitenta, a bolsa londrina passou por mudanças em sua estrutura, foi permitida a liberdade de participação direta pelos bancos, excluídas as limitações de preços de corretagem, aumento de tecnologia para produção da informação, publicação dos dados, redução dos emolumentos e diminuição dos custos de transação por operação.

³⁵ Atualmente a Inglaterra conta com a atuação da FSA -Financial Services Authority encarregada de supervisionar o mercado londrino.

³⁶ EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 75.

³⁷ Na visão kelseniana a norma jurídica tem por características a coatividade e sua inclusão sistemática de validade pela hierarquia entre as normas constitucionais e infraconstitucionais.

Em 1986, o mercado passou por um sistema de desregulação conhecido como *Big Bang*, pelo qual se permitia ampla abertura por meio da integração de empresas internacionais, da perda de direito de voto dos acionistas individuais, e principalmente pela sua transformação da Bolsa de Londres em uma sociedade anônima.

Tal sistema assim se manteve até a instituição da Financial Services Authority – FSA, instituição independente, não governamental, com a finalidade de fiscalização e regulação de serviços financeiros e de mercado no Reino Unido, dirigida por um conselho de membros em sua maioria “não-executivos”, além de possuir vários comitês para assuntos específicos, como risco, auditoria, dentre outros.

Recentemente, a Bolsa de Londres realizou sua fusão com a Bolsa da Itália, proporcionando assim o alargamento de seu poder no mercado de capitais.

1.5.3 A Bolsa no Mercado Americano

Nos mesmos moldes da Inglaterra, mas do outro lado do Atlântico, surgiram as bolsas americanas, e aqui dá-se atenção à Bolsa de Nova Iorque (New York Stock Exchange - NYSE), uma das mais importantes dos Estados Unidos.

Os títulos da dívida pública ou privada não tinham negociação significativa até o século XVIII, sendo que o fortalecimento do mercado de capitais se deu após a independência americana, posto que enquanto colônia, as operações americanas se vinculavam aos interesses ingleses.

A própria guerra de independência foi patrocinada pela negociação de títulos da dívida objeto de especulação da época, e sua grande maioria foi transferida para grandes investidores no norte do país.

No século XIX os Estados Unidos foram marcados, pela demanda do financiamento de ferrovias capitalizadas mediante a inversão de capital estrangeiro, advindo em grande parte do continente europeu.

Tal fato deu origem ao mercado de ações com base na profissionalização das empresas de modo a proporcionar, dentre outros fatores, o desenvolvimento da autorregulação mediante as regras das bolsas.

Com a criação do Banco Central e a possibilidade de conversão de dólares em ouro, o mercado financeiro passou por uma estruturação permitindo o

crescimento econômico, sendo que, neste momento, os valores mobiliários se tornaram uma alternativa popular de investimentos.

Nova Iorque se despontava como a terra prometida, e lá foi instituída uma das mais antigas bolsas dos Estados Unidos, mediante a reunião de agentes financeiros sob a sombra de uma árvore de *Wall Street*, sem a intervenção estatal, os agentes e participantes da bolsa elaboraram as normas para suas transações comerciais.

O aumento do volume de negócios e a especulação se tornaram motivo de atenção estatal e levou o governo de Nova Iorque a proibir a venda de títulos em locais públicos sem controle de entrada, bem como a proibir a execução judicial de contratos de vendas em descoberto³⁸.

Em contrapartida os agentes de mercado da época criaram o “*buttonwood Agreement*”, pacto assinado em 1792 que ficou conhecido como um dos primeiros conjuntos de regra de organização de valores mobiliários daquele estado que proporcionava o conhecimento entre si, confiança na liquidação dos negócios e a credibilidade junto aos seus pares.

Para se tornar membro da Bolsa de Nova Iorque os interessados desembolsavam um valor em troca do acesso aos dados de negociação, aos demais corretores e a custos baixos de transação, sem contar que, como participantes da bolsa, detinham maior capacidade de atração de clientes que se preocupavam com o prestígio social da bolsa.

Ou seja, a participação era condicionada a compra do assento, o que era usado como forma de proteção dos postos da NYSE, além da constituição de mecanismos de regulação.

A própria bolsa tinha o poder de solução de conflitos entre corretores e investidores, e para a manutenção do controle foram estabelecidas bases de disseminação de dados de negociação, além disto, atuava como garantidora do cumprimento dos contratos que implicava na redução de riscos, resguardando assim uma imagem de confiabilidade do mercado.

A NYSE ainda submetia à votação mínima as ações que eram admitidas à negociação como forma de evitar que companhias inexistentes ou fraudulentas

³⁸ compra e venda de títulos para liquidação futura quando o vendedor não é o proprietário dos títulos no momento da negociação In: DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese (Doutorado em Direito)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008., p. 92.

pudessem ser negociadas, fiscalizava a concorrência abusiva entre os membros e defendia os interesses dos corretores junto ao Legislativo e ao Judiciário.

Com o passar dos tempos, mais precisamente em 1830, a bolsa de Nova Iorque viu o crescimento do volume de negociações, mas foi em 1863 que ela recebeu a denominação de *New York Stock Exchange* - NYSE.

Já, em 1869, passou pela fusão com bolsas da mesma cidade, logo após, foi implantada uma câmara de compensação e liquidação das operações que exigia relatórios e estabeleceu requisitos para listagem.

Foi neste cenário que, no auge do sistema do livre mercado, historicamente, o mundo conviveu com o que se denominou de grande depressão e a bolsa estava no centro da crise do capital.

Em que pese o liberalismo ter garantido aos Estados Unidos, no início do século XX, períodos de prosperidade e de pleno desenvolvimento, a partir de 1925 a economia norte-americana começou a passar por sérias dificuldades e seus tropeços levaram ao choque da Bolsa de Nova Iorque diante da total falta de controle do mercado em 1929.

Antes da Primeira Guerra, os Estados Unidos desenvolveram sua economia de forma a se estabelecer como fonte de abastecimento de produtos de diversos gêneros da Europa, porém, após a revolução, este continente reduziu drasticamente as transações comerciais durante o período de recuperação de suas economias³⁹.

Contemporaneamente, a industrialização e a inovação tecnológica impulsionou o aumento de produção, porém, o nível de consumo não acompanhou tal crescimento.

Diante da contínua produção, gerada pela euforia norte-americana e a falta de consumidores, houve uma crise de superprodução. Em um primeiro momento os bancos foram o refúgio dos agricultores que se perdiam em empréstimos impagáveis na ânsia de armazenarem seus cereais, esperando a normalização do mercado.

As indústrias foram forçadas a diminuir a sua produção e demitir funcionários, agravando mais ainda a crise, e assim, a crise chegou ao mercado de ações, o mundo se perdeu, na base da política permissiva e liberal do governo de Hoover, a especulação de capitais teve um aumento extremado frente à falta de

³⁹ KEYNES, John Maynard. *The end of de laissez-faire*. Reimpresso in: CW IX, Londres: MacMillan, 1972. p. 291

suporte para a manutenção dos preços das ações, nesta época, o mercado americano chegou a registrar quedas equivalentes a 90%.

A falta de interesse pelo mercado a longo prazo, e a propagação dos investidores a curto prazo e dos especuladores⁴⁰, foram fatos que levaram a instabilidade bursátil.

A especulação de notícias de quebra de bancos e de empresas levou a perda do estado de confiança no mercado, considerando-se que, uma vez espalhada uma informação ainda que falsa, toda a população era influenciada. Assim, com o espalhar da crise, as ações de muitas empresas americanas sofreram com a desvalorização. Os investidores, incansavelmente, tentaram se desfazer de seus valores mobiliários e o efeito foi de devastação, todos vendiam, e as ações se desvalorizaram fortemente em poucos dias, o que levou à quebra da economia.

Abalados pela crise, os Estados Unidos reduziram a compra de produtos estrangeiros e suspenderam os empréstimos a outros países, ocasionando uma crise mundial.

os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento, mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em turbilhão especulativo⁴¹.

A exacerbação da especulação foi impulsionada pela maior facilidade de liquidez do mercado de capitais americano, fazendo a bolsa ser vista por alguns investidores como um grande cassino. Aliás, por digressão ao momento da crise atual, tal característica pode ser vista em qualquer bolsa do mundo.

Os investimentos negociados na Bolsa de Nova Iorque diminuíram em cerca de 83% (oitenta e três por cento), o Comitê bancário do Senado verificou que os mercados sofreram com ações fraudulentas, uso de informações privilegiadas (*insider trading*), manipulações de preços e outros abusos.

Apenas após 1932, progressivamente a economia americana foi retomando suas forças, e por conseqüência a bolsa recuperou a confiança dos investidores de todo o mundo, para tanto, o governo Roosevelt, teve de se render às ideias keynesianas, resgatando-se a força do Estado, que passou a atuar ativamente na

⁴⁰ Vale ressaltar o conceito de especulação de KEYNES: “é permitido a especulação à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado” In: KEYNES, John Maynard. *The end of de laissez-faire*. Reimpresso in: CW IX, Londres: MacMillan, 1972. p. 291.

⁴¹ Ibidem, p. 168.

recuperação da credibilidade do mercado de capitais, usando-o como ferramenta da reestruturação econômica⁴².

Deu-se início à criação de grandes obras de infraestrutura, visando assim a recuperação da disponibilidade de empregos e de mecanismos de assistência aos trabalhadores. Mais que isso, o Estado passou a injetar expressivos valores na economia, garantindo assim a oportunidade de investimento dos agentes privados, o que possibilitava a reestruturação, e a abertura de mais emprego, e da normalização do consumo.

O *New Deal* teve por uma de suas metas o esforço para redução dos estoques acumulados durante o período do auge da crise devido à ausência de consumo da sociedade.

Após a crise de 1929, os Estados Unidos reergueu sua economia pela força do Estado, mediante a necessária intervenção, responsabilizando-se pois, pelo restabelecimento da crença da população em algo que estava perdido.

A falha do modelo autorregulatório estariam ligados a quatro aspectos, as regras de sigilo de informações das companhias eram insuficientes, os membros das bolsas frequentemente manipulavam preços em desfavor dos investidores, os empréstimos concedidos diretamente pelas corretoras aos investidores levaram à especulação desenfreada e os membros das bolsas foram acusados de praticar atos que forçavam a baixa das ações.

Este é um dos maiores exemplos de que a falta de controle do mercado por si só pode ser falha, e eventualmente insuficiente para a manutenção do controle da economia.

O governo Roosevelt, utilizando as idéias keynesianas, atuou ativamente na recuperação da credibilidade do mercado de capitais, usando-o como ferramenta da reestruturação econômica.

Até a década de 30, a bolsa seguia o sistema inglês da autorregulação, de forma que suas regras tinham validade contratual ou estatutária e, portanto, sua aplicação dependia da aceitação de seus membros.

Nesta época, visando restabelecer o crédito nas negociações, o Poder Público instituiu sua forma de regulação do mercado e das Bolsas através da *Securities Exchange Act (SEC)*, criada em 1933, de modo a fiscalizar as

⁴²EIZIRIK, Nelson. Questões de Direito Societário e de Mercado de Capitais. São Paulo: Forense, 1987. p.8.

negociações, coibir fraudes, protegendo investidores e o interesse público, a qual vigora até os dias atuais para o controle do mercado. Tal iniciativa se deu devido à influência das repercussões econômicas, sociais e políticas, em seguida, o Congresso iniciou uma investigação para verificação de motivos de desvalorização dos preços dos valores mobiliários e propostas para se prevenir novas quebras, foi então que o governo assumiu a frente e passou a delegar tal poder as entidades de forma a assegurar o interesse público do mercado, a proteção de investidores, deixando para a SEC o poder de supervisão.

A regulação do mercado americano apresenta grande preocupação com a questão do processamento das informações impondo às companhias abertas a prestação de informações financeiras ditas por lei relevantes, dando a SEC a autoridade de registro das empresas listadas em bolsa, assegurando inclusive ao investidor, o poder de acionar a companhia judicialmente para reparação de prejuízos em caso de divulgação de prospectos e publicação de documentos de conteúdo inverídico⁴³.

O mercado americano também tinha a figura de *brokers* e *dealers*, os primeiros corretores intermediários das negociações que agiam por conta e risco de seus clientes, e os segundos, além do cumprimento e execução de ordens, tinham também o poder de atuação por conta própria, negociando títulos para sua carteira, destas duas categorias surgiram os *brokers-dealers* agindo por conta própria ou de seus clientes. Ambos tinham o dever de registro na SEC que se ocupava da fiscalização de esquemas enganosos ou fraudulentos e de cuidado com as informações a serem divulgadas para clientes e o mercado em geral.

Em 1971, a Bolsa de Nova Iorque se estruturou como uma associação sem fins lucrativos, e por sua força tornou-se uma das bolsas mais importantes do mundo⁴⁴. Em 2005, foi comprada pela empresa Archipelago Holdings Inc. de Chicago, e assim realizou sua transformação societária projetando seu capital no mercado de ações, e mais tarde, logo em 2006, alargando ainda mais seu espaço, fechou sua fusão com a Euronext, formando assim um grande império⁴⁵.

⁴³ EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977., p. 85.

⁴⁴ Disponível em: <<http://www.nyse.com/about/history/1089312755484.html>> Acesso em: 15 de abril de 2008.

⁴⁵ Disponível em: <<http://www.nyse.com/about/newsevents/1089312755473.html>> Acesso em: 15 de abril de 2008.

Conforme o critério de ações de companhias listadas a NYSE pode ser considerada como a maior bolsa do mundo, isto conforme o porte econômico dos Estados Unidos e grande desenvolvimento do mercado de capitais americano.

Em paralelo ao desenvolvimento do mercado, a SEC evoluía nos regramentos do mercado, regulando atividades de Companhia de Investimento, dos analistas financeiros, além de participar de atividades de autorregulação das empresas que envolviam interesse público.

A SEC ganhava contornos de maior independência, com capacidade de edição de resoluções complementares à Legislação Federal, de investigação de suspeita de infrações, de maneira que, caso fosse necessário poderia representar perante o Departamento de Justiça para que promovesse a devida ação penal. Há ainda de se ressaltar que em casos de litígios entre agentes privados a SEC poderia atuar como *amicus curiae* perante os tribunais como ente consultivo.

Em um passado recente, em 2006, foi criado o Comitê de Regulação de Mercado de Capitais⁴⁶ cuja finalidade era de analisar a regulação de mercado no país, sendo que, dentre as avaliações realizadas, foi publicado um relatório contendo sugestões para abrandar a perda de prestígio, diante da perda de atratividade de listagem de empresas estrangeiras⁴⁷.

⁴⁶ Committe on Capital Marketes Regulation - CCMR

⁴⁷ Em 2006 cerca de 30 empresas deixaram de manter seu capital em negociações nas principais bolsas americanas , NYSE e NASDAQ, que perderam espaço para a Bolsa de Londres.

2 DE BRAÇO PÚBLICO À EMPRESA LUCRATIVA

As bolsas de valores dificilmente são lembradas por suas funções benéficas ao mercado, prioritariamente são destaques apenas quando o assunto trata dos problemas relativos a momentos cruciais dos grandes *booms* e do pânico que a eles se segue.

Convencida da importância desempenhada por esta instituição na História Econômica do Brasil, Levy envereda que:

(...) certos de que o sistema financeiro não pode ser compreendido sem se conhecer suficientemente bem a instituição que, ao lado dos bancos comerciais, atuou tradicionalmente no mercado brasileiro. As operações de Bolsa estão na raiz da transformação do processo produtivo e se desenvolveram *pari passu* à expansão do comércio do café, ao aumento do volume de moeda circulante e à ampliação dos horizontes de acumulação mundial⁴⁸.

No Brasil, a Bolsa de Valores recebeu características de instituição no século XIX, durante a reestruturação econômica do país, formando-se espontaneamente pela união dos corretores que aguardavam o intuito de regulamentação da profissão.

Iniciando os estudos, lança-se a data de 08 de março de 1808, quando o Rio de Janeiro tornou-se a capital portuguesa devido à instalação da Corte nesta cidade, o que gerou grandes mudanças na vida econômica e política do Brasil, que por volta de 1815, após a derrota de Napoleão Bonaparte na Europa, foi elevado à condição de Reino Unido a Portugal⁴⁹.

No Rio de Janeiro havia um importante centro onde circulavam comerciantes a fim de comprar e vender mercadorias e este local pode ser considerado o embrião das bolsas de valores do Brasil.

Como não havia regras de conduta na atuação destes comerciantes, tão pouco legislação a respeito das disputas comerciais, surgiu o mal fadado mercado marginal, onde eles não se respeitavam e apenas o bom senso tentava prevalecer.

⁴⁸ LEVY, Maria Bárbara. História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 04.

⁴⁹ FERREIRA, Alcides; HORITA, Nilton. BM&F: A História do Mercado Futuro no Brasil. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1996.

Para combater esses mercenários, os principais “corretores” da época se uniram para propor à Assembléia Legislativa a constituição de um ambiente propício para negociações, onde apenas os credenciados poderiam atuar, minimizando assim, a prática irregular no comércio.

A proposta estabelecia a instituição de um parque de negócios, e onde se realizassem todas as operações de fundos públicos, duas horas por dia, divulgando-se em voz alta os preços das transações que, à medida de sua realização, o público poderia consultar a qualquer o momento.

No século XIX, a organização do Estado Nacional e o desenvolvimento das forças produtivas desempenharam um papel decisivo na organização da estrutura financeira, de tal sorte que os elementos desta estrutura como ativos, mercados e instituições financeiras se multiplicaram e adquiriram complexidade até então desconhecida, tal processo se finalizou na constituição da Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte.

O comércio se proliferou sem controle, além das relações bancárias, surgiram relações realizadas por intermediários financeiros, os tipos de ativos negociados eram pouco diversificados; além dos meios primários de pagamento, apenas as Notas Promissórias e as Letras de Câmbio eram utilizadas. A pacata vida urbana, ainda rodeada de hábitos coloniais, era periodicamente abalada por crises financeiras, que acabaram por imprimir um caráter muito especulativo a todas as atividades não diretamente vinculadas à agricultura⁵⁰.

Nesse clima da capital do Império, em 1849, a Junta já estava constituída e em pleno funcionamento. A ela competia vigiar a legalidade da ação dos corretores, encaminhando ao Juiz do Comércio qualquer informação sobre as contravenções verificadas, assim como, exercer a fiscalização necessária para que nenhuma pessoa, sem habilitação legal, viesse a exercer o ofício de corretor. Cabia ainda à Junta examinar as contestações e apresentar ao Governo, após passarem pelo seu crivo, os novos candidatos a corretores.

No decorrer do século XIX existiu a promoção da divisão internacional do trabalho, o capital comercial ficava subordinado a uma acumulação capitalista em escala mundial, e o capital financeiro passava a constituir uma parcela do capital total funcionando de maneira autônoma e assegurando o financiamento das

⁵⁰ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 47.

operações econômicas tendo em vista que os recursos eram transferidos pelas unidades poupadoras através dos intermediários financeiros.

Estes corretores conseguiram mobilizar maior vulto de operações e se fecharam, impedindo a pulverização das transações; promoveram a concentração de suas atividades, de tal modo que na segunda metade do século XIX, quando houve a real centralização física dos corretores no Brasil, o Estado regulamentou a organização dos corretores, segundo necessidades de fiscalização e inspeção.

A cotização entre os associados levou à criação da sede para a realização dos negócios, fechado a todos aqueles que não dispusessem de título legal, de modo que o pregão se constitui numa garantia subjacente àquelas já implícitas à sua função.

Neste contexto surgiu a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), surgida no Império, e conhecida na República, à imagem do modelo da Bolsa de Paris, por meio dos corretores oficiais autorizados pelo governo e devidamente registrados, conforme o Decreto 417 de 14 de junho de 1845.

O Estado tinha interesse na organização dos corretores e pelo advento da Lei nº 6.132 veio a atender aos anseios da Junta dos Corretores, além de proceder a regulamentação do pregão pela Lei nº 6.635 de 1887, esta tendência era indispensável, o Estado tinha de tomar posição face à utilidade da existência da corporação dos corretores para seus objetivos de controle.

O Estado interveio na organização da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro visando resguardar para si maior controle do volume dos negócios, a apreciação da cotação dos títulos da dívida pública e a garantia de cobrança de impostos nas transações mercantis.

Em 13 de março de 1897, foi expedido o Decreto nº 2.475 que veio a constituir o pilar sobre o qual se edificou a Legislação Brasileira sobre Bolsas e Corretores, baseada na Bolsa do Rio, então Distrito Federal, omitindo-se quanto a essa atividade em outros Estados.

Na óptica historicista de Barreto Filho⁵¹, o ordenamento jurídico brasileiro usou pela primeira vez a denominação “Bolsa” no Regimento Interno da Junta de

⁵¹ BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica da Bolsa de Valores. Revista da Faculdade de Direito de São Paulo. Vol 54, tomo I, p. 93/129, 1959. p. 99.

Corretores da Praça do Rio de Janeiro⁵² para indicar o lugar destinado às operações de compra e venda de títulos públicos. Depois, os corretores se organizaram como Câmara Sindical, e passaram a atuar de forma vinculada ao Governo, submetidos ao poder do Ministério da Fazenda.

Por certo, a BVRJ foi constituída em pleno Estado Liberal se revestindo de caráter corporativo, instalando-se a partir de um movimento seletivo dos corretores, que geralmente eram envolvidos em relações de linhagens onde a patente assumia quase sempre caráter hereditário.

2.1 O ESTADO COMO AGENTE DESENVOLVIMENTISTA.

Passada a crise liberal, foi percebida a tendência da transferência do poder de direção da economia para o Estado, fortemente percebida após a Segunda Guerra, na busca da segurança de sua figura como mantenedor do equilíbrio econômico, político e jurídico, o que ficou evidente no período de destaque do Estado Providência/Estado Social que ofertava a confiança no planejamento e em troca a população apoiava suas decisões.

Aqueles que já não tinham condições econômicas para suportar os ditos “direitos civis” perderam as esperanças de desenvolvimento, os cidadãos da época se mantinham no mesmo *status quo* sem qualquer perspectiva de evolução, o que de certo fez com que, após muito tempo, o Estado Liberal perdesse a credibilidade, surgindo então o paternalista Estado Social.

A profunda desigualdade econômica e social entre as pessoas gerada por uma exploração provocava reações dentre revoltas de operários de sindicatos que lutavam por reconhecimento de condições mínimas de trabalho, o que levou a certa relativização das leis liberais. Percebeu-se, então, que o mero elenco de direitos não era suficiente para garantir igualdade e liberdade reais.

Entre 1941 e 1948, o fenômeno totalitário passou a tomar novos rumos e se fortificar, o poder ficou nas mãos dos soberanos, na Itália de Mussolini, na Alemanha de Hitler, e assim por diante, deu-se fortificando a preocupação dos direitos sociais e econômicos.

⁵² O Decreto 806 de 1851 trata da aprovação do regime dos corretores do Rio de Janeiro, dele destaca-se seu artigo 40: “A Bôlsa é o lugar no salão da Praça de Comércio ou da Associação Comercial, destinado a operações de compra e venda de títulos públicos, de ações de bancos e companhia, de valores comerciais e finalmente de metais preciosos”.

A Primeira Guerra Mundial definitivamente eliminou o Estado Liberal, considerando-se que uma guerra não se ganha só com armas, mas com laboratórios, fábricas e atividades privadas, assim foram surgindo novos institutos econômicos⁵³.

Além disto, o Estado ampliou a esfera pública, teve de se fazer mais presente, e assumindo, as atividades administrativas e aquelas que se dignava ao setor privado, sob a alcunha de materializar a, até então vigente, igualdade formal herdada pelo liberalismo.

Propagava-se o bem estar geral, o abraço paterno de uma entidade para com a sua sociedade, tudo se garante, em que tudo se faz com os braços do Estado, pretendendo a materialização dos direitos neste sentido José Afonso da Silva:

(...) insuficiente a concepção do Estado Social de direito, ainda, que como Estado Material de Direito, revele um tipo de Estado que tende a criar uma situação de bem-estar geral que garanta o desenvolvimento da pessoa humana. Sua ambigüidade, porém, é manifesta. Primeiro, porque *a palavra social está sujeita a várias interpretações*. (...) Em segundo lugar, o importante não é o social, qualificando o Estado, em lugar de qualificar o Direito. Talvez até por isso se possa dar razão a *Forsthoff* quando exprime a idéia de que Estado de Direito e Estado Social não podem fundir-se no plano constitucional⁵⁴.

Criou-se típico vínculo obrigacional que exigia que o governo provesse as necessidades do cidadão, aumentando-se o rol dos serviços públicos. Foi nesta época que o mercado de valores mobiliários sofreu uma impulsão estatal.

As atividades das bolsas e dos corretores dos demais estados (além do então Distrito Federal) foram regulamentadas pelo Governo Federal somente em 1934, através do Decreto nº 24.275. Mas a legislação que se tornou mais afirmativa, passando a reger todas as instituições bolsísticas do país, foi o Decreto-Lei nº 1.344 de 1939, porém elas continuavam a ter conotação pública, mesmo depois do decreto, elas continuaram sendo entidades públicas com ingerência dos governos estaduais em suas administrações.

⁵³ COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading – Sugestões para a moralização do mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 3, 1971. p. 17.

⁵⁴ SILVA, Enio Moraes da. O Estado Democrático de Direito. *Revista de Informação Legislativa*. ano 42, n. 167, jul./set. 2005. p. 65.

A exemplo da Bolsa Francesa, a função de corretor de fundos públicos era vitalícia, e ocupada por pessoas físicas de alto poder aquisitivo que garantiam as negociações em que intervinham, por deterem o conhecimento deste tipo de negócio e operavam com taxas fixas de intermediação.

Em sua gênese, a bolsa era típico braço governamental, sofrendo a influência direta do Estado, diante de sua submissão ao Secretário da Fazenda, da nomeação dos corretores pelo Governador e do exercício de típicas funções públicas de fiscalização⁵⁵.

As regras jurídicas foram complementadas somente em 1953 pela Lei 2.146 que atribuía aos corretores, por delegação, atos de relevante interesse público, os quais por sua natureza poderiam ser tratados como serviços públicos diante do controle exercido pelo Estado.

Chegou-se ao ponto de criação de cargos de “corretores oficiais”, pessoas dotadas de múnus público e fé pública, que todavia, agiam em defesa de interesses particulares, a pessoa do corretor era o encarregado da compra, venda, troca, e empréstimo de mercadorias como intermediário de contas de terceiros. Diante da oficialidade do cargo acabou por levar os corretores licenciados a pleitear normas para regulamentação da profissão.

As leis estaduais chegaram a classificar as bolsas como institutos autônomos ou semi-autônomos diretamente subordinados ao Secretário da Fazenda, a quem encubia zelar pelos interesses da Administração perante as Bolsas Estaduais.

A própria Lei 2.146 de 1953 definia as bolsas como órgãos auxiliares dos poderes públicos, ou como entidades particulares formadas livremente pelos corretores⁵⁶.

Em verdade, naquele tempo, as bolsas não tinham natureza jurídica definida, não era possível tecnicamente classifica-las como uma pessoa jurídica de direito público ou privado pois, de fato, elas se dividiam em instituições regionais desprovidas de personalidade.

⁵⁵ Como pode-se verificar a Lei 2.146 de 1953 trata especificamente do tema, conforme seu artigo 1º: “As Bolsas oficiais de Valores são órgãos auxiliares dos poderes públicos na fiscalização dos lançamentos de emissão de títulos, por subscrição pública.”

⁵⁶ A respeito, Pontes de Miranda defendia a inexistência de caráter público das Bolsas, de forma a escrever que: “ *A intervenção do Estado na criação das Bolsas e na edição de regras jurídicas sobre elas e suas atribuições, de modo nenhum torna de Direito Público as Bolsas ou as Câmaras Sindicais ou os Corretores Oficiais*” .In: *Tratado de Direito Privado*, 1984. t. XLIII, p. 420-421.

As Bolsas não se adequavam ao conceito de Bolsas Oficiais, ou públicas, pois, em que pese sua vinculação ao Ministério da Fazenda, e sua agregação de funções de interesse coletivo, tais como regulamento e fiscalização do mercado, as bolsas nasciam com a finalidade principal de defesa de interesses particulares, além do que, eram mantidas como corporações, sua formação dependia da livre vontade de seus participantes, e surgiam de forma espontânea linearmente decorrente das práticas mercantis, sem necessidade de qualquer autorização legal, ou seja, constituíam-se independentemente de uma lei que as criassem ou que as reconhecessem. Porém, também não poderiam ser classificadas como pessoa jurídica de direito privado, vez que não possuíam qualquer organização estrutural, não tinham uma personalidade destacada por ficção, a responsabilidade da Bolsa se confundia com a dos corretores e demais agentes, o que não valia para os serviços públicos⁵⁷

Diferentemente da Bolsa Inglesa que de início concentrou suas forças em uma Bolsa Central, a “Bolsa da Capital”, no Brasil, as Bolsas eram instituídas de forma regional, e espalharam-se pelos estados da federação.⁵⁸

O Estado e sua vontade política tiveram papel decisivo na construção dos próprios mercados e economias nacionais, não se teve uma evolução espontânea do próprio mercado, de forma que, a acumulação em escala é sustentada por estruturas e estratégias governamentais e empresariais.

Mattos Filho⁵⁹ recorda que o mercado de ações brasileiro nasceu da vontade do governo em 1964, com a atuação do governo na criação do mercado com incentivos fiscais, juros subsidiados e compradores compulsórios como fundo de pensão e seguradoras

Até mesmo os capitalistas se viam envolvidos pelo sistema de viabilização de abertura de seus caminhos por meio do ente maior, tão combatido até bem pouco tempo.

No início, ela partiu da posição de braço público para associação sem fins lucrativos, haja vista que o mercado de valores mobiliários era visto como anseio de desenvolvimento de interesse público, já que dentre seus ramos cuidava da capacitação de empresas por meio de captação pública de dinheiro.

⁵⁷BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica da Bolsa de Valores. Revista da Faculdade de Direito de São Paulo. Vol 54, tomo I, p. 93/129, 1959. p. 106.

⁵⁸ Eram conhecidas as Bolsas do Rio de Janeiro, Minas Gerais e Estado de São Paulo.

⁵⁹MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. Revista de Direito Mercantil. São Paulo, n. 59, 1984. p. 42

A bolsa e o mercado de capitais em geral recebeu atenção especial do Estado que investiu na recuperação de sua credibilidade para movimentação da circulação da economia, de forma a prover sua regulação, possibilitar a criação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e por lei formalizar os poderes autorregulatórios das bolsas.

2.2 A BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA)

A Bolsa de Valores de São Paulo passou pelos mesmos fatos históricos das demais bolsas do Brasil, fundada em 1890 sob o título de “Bolsa Livre”, a Bolsa de Valores de São Paulo deu início a sua história centenária.

Corretores deixaram a atividade individual e se uniram com a finalidade comum de concentração em um local para negociar valores mobiliários com regras preestabelecidas e com a garantia do cumprimento dos acordos firmados entre eles próprios, e assim fomentar a atividade.

Entre 1895 e 1934, a Bovespa mudou-se de localização por nove vezes. “Esse zigzague foi provocado, quase sempre, por motivos prosaicos, como falta de dinheiro para o aluguel”⁶⁰.

Só a partir da década de 1960, nos embalos das reformas do mercado financeiro nacional, é que a Bolsa de Valores de São Paulo assumiu um caráter corporativo e institucionalista, constituindo-se como pessoa jurídica de direito privado na modalidade de associação civil de corretoras detentoras de títulos patrimoniais, sem qualquer finalidade lucrativa, regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional⁶¹ e, mais tarde, na década de setenta, pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Nesta época o Estado deu início ao movimento de democratização do mercado de capitais no Brasil, quando, então, o Governo Nacional construiu um programa de grandes reformas na economia, destacando-se dentre elas a reestruturação do mercado financeiro.

Tem-se, então, uma abordagem pluralista de fatos marcantes: surgiu a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN.

⁶⁰ FERREIRA, Alcides; HORITA, Nilton. *BM&F: A História do Mercado Futuro no Brasil*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1996. p. 39.

⁶¹ A Resolução do CMN de 922 de 1984 em seu artigo 1º permitiu a instituição das bolsas de valores, a associação civil.

Também em 1964, deu-se a reforma monetário financeira por intermédio da Lei nº 4.595/64, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, posteriormente, foi introduzida a Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais.

Os recursos advindos do mercado de capitais em sentido estrito do termo, ou seja, ações e debêntures não eram significativos até o final da década de 60, situação que sofreu modificações no ano de 1968 com a promulgação do Decreto-Lei nº 157.

Ao longo do tempo, vários outros incentivos foram adotados visando o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES - Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social aos subscritores de ações distribuídas publicamente. No mesmo contexto, surgiu a Lei das Sociedades Anônimas, a Lei nº 6.404/76⁶².

Em junho de 1968, sob a gestão de João Osório de Oliveira Germano, a Bovespa adotou o seu índice, o Ibovespa, que segue com a mesma metodologia de cálculo até os presentes dias. Foi desenvolvido pelo superintendente geral da BVRJ em 1966, o economista Sérgio Coelho de Sampaio, que também modernizou e adotou modificações metodológicas no IBV, que tinha sido desenvolvido para a Bolsa carioca no início dos anos 60 pelo então professor Mário Henrique Simonsen.⁶³

Na origem, a propriedade de títulos patrimoniais das bolsas custavam aos titulares elevadas contribuições anuais. Este esquema só foi alterado pela introdução dos sistemas eletrônicos de negociação, quando então a remuneração passou se basear no volume de negócios e não dos títulos de propriedade.

Sob a nova concepção, a Bolsa conquistou sua autonomia técnica, administrativa, financeira e patrimonial, de modo a realizar as funções de

⁶² Lei 5.143 de 20 de outubro 1966. Institui o Imposto sobre Operações Financeiras, regula a respectiva cobrança, dispõe sobre a aplicação das reservas monetárias oriundas de sua receita, e dá outras providências. Publicado no D.O.U. de 24.10.1966.

⁶³ Nota-se que este índice até os dias atuais é considerado um termômetro do Mercado de Ações, pois reflete o comportamento médio das cotações dos principais papéis negociados na Bovespa e procura aproximar-se ao máximo possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) de uma carteira teórica de ações, a partir de uma aplicação hipotética.

fornecimento de um local e de um sistema para realização de negociações de valores mobiliários, fixação de preços de cotações de ações, preservação da credibilidade das transações de capitais nela realizadas para investidores, acionistas, agentes e o público em geral.

Foi com o advento da Lei 6.385 de 1976 que as bolsas assumiram posição como órgãos integrantes do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários⁶⁴, no sentido de instituições de organização de agentes distribuidores, ou seja, dos corretores.

Com a associação civil, a Bovespa passou a prestar serviços de interesse geral, sendo que suas atividades estavam absolutamente restritas aos poderes conferidos pelo Conselho Monetário Nacional e se resumiam na manutenção de local e sistema para a realização de operações com valores mobiliários, assegurar a visibilidade das operações, criação de mecanismos regulamentares e operacionais, efetuar o registro das operações, reservar a ética nas negociações nela realizadas.

O Conselho Monetário Nacional, de um modo geral, conferiu às bolsas nacionais o poder da autorregulamentação garantindo-lhes poderes de criação de normas que vinculassem seus agentes e todos os demais participantes do mercado, excluindo o Estado de tal função⁶⁵.

Detinha a bolsa verdadeiro poder de polícia tanto na fiscalização de seus participantes quanto nas operações nela realizadas, vez que era qualificada como “órgão auxiliar da Comissão de Valores Mobiliários”⁶⁶.

Tal auxílio se dirigia às tarefas públicas de fiscalização do mercado de capitais dadas a Comissão de Valores Mobiliário, exercido tanto internamente como nos pregões, mas também externamente, de forma a monitorar as corretoras, os investidores e as sociedades de capital aberto⁶⁷.

⁶⁴ Art 15: “ O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: ... IV - as bolsas de valores.”

⁶⁵ CMN -Res. 922/84. Art. 1º “As bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônima (...)”

⁶⁶ É o que se compreende logo pela leitura do parágrafo primeiro do artigo 17 da Lei 6385 de 1976. Art. 17, Parágrafo § 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..”

⁶⁷ De certo, as Bolsas, embora privadas tiveram funções de conotação pública, é o que os franceses chamavam de serviços públicos de regulação da vida econômica, delegados pelo Estado COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading – Sugestões para a moralização do mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 3, p. 60, 1971. p. 326.

Constituída como associação sem fins lucrativos, mesmo possuindo natureza de pessoa jurídica de direito privado, a Bolsa de São Paulo desenvolvia seu papel de monitoramento de mercado sem maiores questionamentos, considerando-se que o sistema capitalista a tinha como mero instrumento para seus fins.

Por certo tinha ela a característica de ser uma associação pobre de associados ricos, ela própria não possuía capital ou patrimônio porém, seus associados, corretoras de valores, detinham o acesso exclusivo e restrito ao ambiente de negociação, e à propriedade das bolsas, sob a forma de associação mútua.

A Bolsa de Valores de São Paulo, assim como as demais bolsas de valores do Brasil, como associação civil ficava restrita à emissão de títulos patrimoniais de seus membros, encarregada da organização dos valores mobiliários.

No ano de 1988, a Bovespa definia um importante passo estratégico na direção de sua modernização, desenvolveu seu cenário tecnológico e se tornou uma bolsa *on-line*, cujas cotações e *books* de ofertas podiam ser acessados em tempo real, através da ampliação de toda a infra-estrutura de informações, o que incluía as redes de telefonia, de difusão e de serviços.

Ainda no mesmo ano, Eduardo da Rocha Azevedo era o presidente da Bovespa e efetuou um trabalho pautado na defesa de projetos que pudessem dar sustentação à bolsa, e se tornou efetivamente um centro de liquidez eficiente, no qual as empresas pudessem ter acesso a capital barato e os investidores pudessem fazer uma poupança de longo prazo.

Desde então, foi desenvolvido o projeto de popularização da bolsa paulista, em busca da ampliação dos negócios e do número de participantes, houve uma aproximação entre dois polos muito distintos: sindicatos e empresas.

Devido ao sistema de divulgação e do empenho dos corretores, no final da década de 1980 a bolsa era vista como um símbolo do capitalismo, nesta época, no Brasil, o foco das negociações em bolsas de valores se restringia entre as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, que detinham 97% (noventa e sete por cento) do volume de negócios entre São Paulo e Rio de Janeiro.

De um modo geral, as Bolsas Regionais não haviam se preparado tecnologicamente e financeiramente pra enfrentar custos do mercado, e contavam com um pequeno número de negócios sem expressividade. Porém, Rio e São Paulo despontaram e investiram pesadamente em informatização, permitindo o fechamento de negócios por meios eletrônicos, quando então passaram a treinar seus colaboradores de uma forma mais institucional, com os mesmos moldes de uma gestão empresarial.

Salienta-se que naquele período havia um acordo entre as bolsas do Rio e de São Paulo de forma que quando uma ação tinha suas negociações suspensas em uma bolsa, a outra deveria obrigatoriamente proceder da mesma forma.

Aos poucos a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro perdeu sua força, tanto em razão da própria transformação da cidade de São Paulo como centro de gestão empresarial o que proporcionou crescimento econômico das empresas listadas na Bovespa, quanto pela quebra causada em 1989⁶⁸.

A Bolsa de Valores de São Paulo, então tomou força e buscando a dominação assinou um protocolo de Unificação de Mercado de Capitais pelo qual a Bolsa carioca concentraria a negociação secundária de títulos públicos.

O ano de 1988, apesar da escalada da inflação e das tentativas infrutíferas do governo no sentido de combatê-la, terminou com a recuperação do mercado, o índice Bovespa teve uma valorização nominal de 2.550%, e real de 156%⁶⁹.

Em 16 de janeiro de 1989, mais um plano econômico heterodoxo havia sido lançado pelo governo Sarney – o Plano Verão, na tentativa de conter o aumento desenfreado de preços, outra vez promovia-se o congelamento dos preços e salários e criava-se uma nova moeda, o cruzado novo.

As bolsas assim se estruturaram e organizaram o mercado, traçando os procedimentos para a abertura de capitais e participação ativa no mercado de ações, criando regras de listagem e de fiscalização, e as regras de associação de corretoras para o intermédio das negociações.

⁶⁸ A quebra da Bolsa do Rio de Janeiro foi fato de grande repercussão, foi imputada a Naji Nahas, empresário de renome que tomava emprestado de bancos e aplicava na bolsa, fazendo negócios consigo mesmo por meio de laranjas e corretores, inflando as cotações. Ante grandes valorizações de ações, os bancos pararam de lhe emprestar, causando quebra em cascata na bolsa do Rio, que nunca se recuperou totalmente. Após todos os processos referentes a este caso terem sido julgados, foi absolvido de todas as acusações.

⁶⁹ XIMENES, Ângela. Eduardo da Rocha Azevedo a Bovespa e a BM&F. São Paulo: Editora Contexto, 2008. p. 186..

2.3 DA BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS - BM&F

O início da história da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) deve ser contatada no esteio da evolução de outra bolsa, a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), que como outras bolsas de *commoditeis* em todo o mundo, nasceu do desejo de um grupo de comerciantes de organizar a livre negociação de mercadorias.

Esta bolsa estabeleceu-se em 26 de outubro de 1917 e logo no início de 1918 teve suas instalações inauguradas, sendo o primeiro pregão realizado em 18 de agosto de 1919 no Palacete Germaine localizado na Rua São Bento. Logo no início de suas operações a BMSP passou a ter grande volume de negociações de algodão, pois a emergente indústria têxtil de São Paulo precisava de matéria-prima padronizada, classificada e com formação de preços transparente.

Mas a BMSP não se conteve apenas aos contratos de algodão e alcançou, ao longo dos anos, rica tradição na negociação de contratos agropecuários, particularmente café e boi gordo.

A data de 17 de outubro de 1985, a Bolsa de Mercadorias foi transformada em Bolsa Mercantil & Futuros, constituída mediante assembleia na qual estiveram presentes apenas doze, das noventa, corretoras de valores que existiam no período. Nesta oportunidade foi aprovado o investimento de 14 milhões de dólares para a criação da nova Bolsa ⁷⁰.

Sua instituição formal se deu em 1986 e já em 1987 a BM&F conquistava um honroso quarto lugar no *ranking* mundial de mercados futuros de índices, com a marca de 13 mil contratos em aberto no Ibovespa, superada apenas pelas Bolsas de Futuro de Chicago, Nova York e Kansas City⁷¹.

Diferente de Bolsa de Valores que tinha a liquidação e compensação dos títulos negociados por uma entidade autônoma, a Comissão de Liquidação e Custódia, a BM&F era responsável por estas atividades junto aos derivativos e contratos futuros.

⁷⁰ Ferreira, Alcides; Horita, Nilton. BM&F 20 anos: a história da estabilização da economia brasileira. São Paulo : Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2006. p. 186.

⁷¹ O primeiro contrato futuro sobre índice de ações, o *Value Line Index*, foi lançado em 24/02/1982, pela Kansas City Board of Trade, nos EUA.

A BM&F foi criada com base em um modelo contraponto ao da Bolsa Brasileira de Futuros, instalada no Rio de Janeiro que tinha parceria com uma *clearing* inglesa, cujo processo de garantia era muito amarrado.

Para Júlio de Siqueira Carvalho Araújo, vice-presidente executivo do Bradesco, Rocha Azevedo, primeiro presidente da BM&F, em 1986 “fez algo não tão sofisticado, sem o respaldo desse grupo inglês, mas, em compensação, era bem mais flexível, por isso foi corado de êxito”⁷².

Em pouco tempo, a BM&F assumiu posição invejável entre as suas congêneres, ao oferecer à negociação produtos financeiros em diversas modalidades operacionais, o pregão era a sua alma e se transformou em um dos centros nervosos do país.

Investidores, empresas, bancos e corretores sentiam a pulsação da economia e da política e despejavam sob a forma de ordens de compra e venda para os operadores, verdadeiros negociadores.

Para entender o sucesso repentino, logo no início da vida da BM&F, é preciso destacar que no ano de 1986 a inflação registrava um galopante crescimento e desta forma os agentes do mercado recorriam ao Mercado Futuro para efetuar *hedge*, buscando proteção de suas posições das incertezas do ambiente inflacionário.

Mas esta alegria durou muito pouco, em 1º de março de 1986, quando a BM&F acabava de completar seu primeiro mês de vida foi instituído por Dílson Funaro, o Plano Cruzado (Decreto-Lei n. 2.283/86), duro golpe devido ao congelamento de preços e salários, da extinção da correção monetária, da criação do Índice de Preços ao Consumidor, causas do desabastecimento.

Mas, pouco a pouco, os contratos foram ganhando liquidez, de 31 de janeiro de 1986, data do primeiro pregão, a 31 de julho de 1987, a BM&F registrou a negociação de 4,1 milhões de contratos, representando a fatia de 71,5% de toda a indústria de futuros do Brasil. Em um ano e meio, tornou-se a maior bolsa do País, deixando para trás a BMSP, com 18,5% do mercado, e a BBF, com 10%.

Para este estudo, é extremamente válido ressaltar que desde a comprovação do êxito da criação da BM&F Eduardo da Rocha Azevedo lutava para unir as duas bolsas (BM&F e Bovespa) no sentido de ambas traçarem uma única

⁷² XIMENES, Ângela. Eduardo da Rocha Azevedo a Bovespa e a BM&F. São Paulo: Editora Contexto, 2008. p. 148

estratégia para o aprofundamento de ganhos em termos de melhorias operacionais e também de economia de escala, visando a racionalização de custos.

Em maio de 1991, a Bolsa de Mercadorias incorporou a BMSP, embora não representasse algo significativo em termos estratégicos, a aquisição teve um ganho de imagem positivo entre os corretores tradicionais. A BMSP estava morrendo, realizando apenas trinta contratos por dia nos três produtos que ainda listava no pregão: café, boi e algodão. Depois de cinco anos de vida, a BM&F assumiu a direção da BMSP, que havia representado o grande adversário da instituição.

Já em janeiro de 2000 a BM&F ingressou na Aliança Globex formada pelas bolsas de mercadorias de Chicago, Cingapura, Euronex, Madri e Montreal, tornando-se a mais importante da América Latina, sendo que, em 2001, pela lei 10.303, foram conferidos à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, poderes reguladores sobre constituição e extinção desta bolsa⁷³.

No que diz respeito aos derivativos e comodites, a bolsa tem por fim a facilitação de transferência de riscos entre agentes econômicos com mecanismos que proporcionem a liquidez e a transparência na formação dos preços, além de constituir as regras de negociação destes contratos (futuros, opções, mercadorias), formas de operação e condições de acesso aos intermediários e transmitir informações com relação à expectativa dos ativos financeiros.

2.4 DA HISTÓRIA CONTEMPORÂNEA

Com o passar do tempo, acompanhando e incentivando a democratização do mercado de capitais, a bolsa ganhou prestígio, e se aproximou do público, atingindo pessoas das mais diversas classes sociais.

Passa-se pela privatização de empresas estatais, que abriram seu capital por imposição legal advinda da medida provisória do Governo da época, a qual

⁷³ O artigo 18 da Lei 6385/76 foi modificado pela lei 10.303 e 2001 e passou a ter o seguinte teor: *“Compete à Comissão de Valores Mobiliários: 1 - 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 (...)”*

dentre outras regras estabelecia que a alienação das participações acionárias detidas pelo tesouro deveriam ser vendidas por leilão público, que se procedesse ao registro destas empresas na Comissão de Valores Mobiliários - CVM como companhias abertas, e que se proporcionasse a distribuição de ações ao proletariado.

Em 1988 a Comissão de Valores Mobiliários por meio da Instrução n. 86 aprovou o plano de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários que tinha como um de seus objetivos principais, a explicitação do poder/dever de órgãos autorreguladores⁷⁴.

Em tempos de alta inflação, os salários eram consumidos rapidamente, e o pouco que se poupava era aplicado em fundos de renda fixa como poupança e *overnigth*, meios avaliados como seguros à época, vez que tais aplicações eram garantidas pelo Governo Federal, o que impedia a formação de uma cultura de investimentos em mercado de capitais

Diante da evolução tecnológica e da própria modificação da economia que abriu as portas para competitividade internacional, as empresas passaram por uma revolução técnica e econômica que implicou na necessidade de investimentos de grande vulto, cuja fonte de custeio não se esgotava nos financiamentos bancários, partindo para a arrecadação por meio de capital junto ao público poupador através da oferta pública de ações, foi o início da quebra do paradigma da empresa familiar, e a abertura para corporações de grupos de grandes investidores.

O investimento em valores mobiliários começou a crescer a partir da década de 1990, quando na oportunidade a economia brasileira deu sinais de aceleração, abrindo-se para o mercado externo, permitindo que investidores estrangeiros atuassem no mercado nacional, e que os nacionais listassem seus ativos e ações nas praças internacionais, através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras.

⁷⁴ CVM. IN 86/88 – “O Governo Federal, a sociedade civil e a opinião pública reconhecem que a retomada do desenvolvimento nacional depende, em grande parte, do fortalecimento e da reciclagem do mercado de valores mobiliários, considerado como “financiador do desenvolvimento econômico e propulsor da democratização da propriedade”. Não há, pois, dúvida de que chegou o momento de multiplicar a sua incontestável contribuição para o País. A substituição parcial de financiamentos via obtenção de créditos por investimentos de risco constitui etapa importante para ampliar as fontes de capitalização das empresas, fortalecendo, ao mesmo tempo, o próprio regime democrático, pela disseminação da propriedade acionária.”

Com isto o volume das bolsas no Brasil cresceu, mas ainda sofria efeitos colaterais, já que o acesso facilitado a bolsas internacionais permitiu a redução dos custos, o que acabou por tornar o mercado, já desenvolvido, mais atraente. Os países da América Latina assistiram a listagem de companhias com alta liquidez no mercado nacional migrarem para as bolsas americanas.

Foi então que com o impulso da tecnologia e a necessidade de se reverter este quadro no mercado nacional, a Bovespa iniciou suas mudanças, passando pela melhoria de infraestrutura das negociações, e pela maior capacitação do sistema.

Desde então a Bovespa ganha maior força de seu poder de participação no desenvolvimento da economia, em 2000, o mesmo Conselho Monetário Nacional, revogando a resolução 922, modificou o tratamento da Bolsa de Valores, permitindo então que sua constituição se desse por associação civil ou por sociedade anônima⁷⁵.

Com a assinatura dos acordos de integração operacional com a Bolsa de Valores de São Paulo, implementados a partir de abril de 2000, a BVRJ passou a se dedicar à negociação eletrônica de títulos através do Sisbex e a Bovespa passou a concentrar toda a negociação com ações.

Tal atividade dura menos de dois anos, pois em 2002, a Bolsa de Mercadorias & Futuros adquiriu os títulos patrimoniais da BVRJ, passando a deter os direitos de administração e operacionalização do sistema de negociação de Títulos Públicos, o Sisbex.⁷⁶

Além de gerar o crescimento do mercado acionário como um todo, a integração permitiu que o Brasil tivesse um centro único de liquidez e uma representatividade importante dentro do Mercado Global. Além disso, importantes ganhos de produtividade puderam ser obtidos, uma vez que todas as bolsas passaram a ter um único sistema de negociação, de telefonia, de liquidação e custódia.

Desde então, diante da organização das Bolsas, da divulgação das práticas de governança corporativa e da reforma da lei das Sociedades Anônimas pela Lei nº 10.303/01, o mercado de capitais se abriu, vez que as empresas passaram a ver

⁷⁵ CMN. Resolução 2690 de 200. Art. 1º: "As bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, tendo por objeto social(..)."

⁷⁶ Disponível em <<http://www.bvrj.com.br/pages/historia/historia.asp>> Acesso em 06 de maio de 2009.

nesta abertura de capitais a fonte para a captação de recursos de forma segura e dinâmica, permitindo a interação entre a realidade e o mercado.

Em 29 de agosto de 2002, foi lançada a Bolsa Brasileira de Mercadorias, que reúne, além da BM&F, que lhe presta serviços de compensação e liquidação, as bolsas de mercadorias dos estados de Goiás, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Paraná e Rio Grande do Sul e da cidade de Uberlândia (MG), transformadas em Centrais Regionais de Operação.

O funcionamento da Bolsa Brasileira de Mercadorias começou em 22 de outubro do mesmo ano, tais estratégias foram realizadas com intuito de formar um grande mercado nacional para as *commodities* agropecuárias, com mecanismos modernos de formação de preços e sistema organizado de comercialização.

Ainda no mesmo ano, a BM&F deu início às atividades de *Clearing* de Câmbio, ao mesmo tempo em que adquiriu da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) os direitos de gestão e de operacionalização das atividades da câmara de compensação e liquidação de operações com títulos públicos, títulos de renda fixa e ativos emitidos por instituições financeiras.

Em 2003, a BVRJ encerrou suas atividades ao ter seus títulos patrimoniais adquiridos pela BM&F. Para a autora, a Bolsa do Rio fechou suas portas após lutar por mais de dez anos pela sua sobrevivência ao escândalo decorrente do episódio Nahas⁷⁷, sem conseguir recuperar seu lugar no mercado de capitais brasileiro.

Em 2004 o mercado acionário de capitais no Brasil teve grande recuperação que decorreu do resgate da essência de sua institucionalização, a captação de valores como fonte de financiamento para empresas e de liquidez para seus acionistas.

O sistema jurídico então se amoldava para uma ainda longínqua, mas possível e eminente transformação da Bolsa de São Paulo.

No ano de 2002, unindo-se a mais de trinta empresas, a Bolsa de São Paulo elaborou um plano diretor de mercado de capitais com o intuito de traçar métodos de trabalho focando o desenvolvimento e o aprimoramento do próprio mercado e da atuação de seus agentes.

⁷⁷ Grande investidor que especulava no mercado com crédito concedido pela s corretoras, utilizando-se de vendas de ações a descoberto, até o dia em que criou um montante impossível de ser liquidado.

De fato, existiu o aumento pela procura de acesso ao registro e listagem de empresas dos mais diversos setores junto a Bolsa de Valores de São Paulo, pode-se citar como exemplo empresas representantes dos ramos de telecomunicação, energia, siderurgia, tecnologia e varejo. Tal busca deu-se pela visão capital de que, esta era uma forma de captar recursos junto aos investidores e financiar seus projetos de investimento para se tornarem mais competitivas.

O mercado de capitais passou a exercer um papel importante, não só na sua função econômica de alocação eficiente da poupança, como na sua dimensão social de geração de empregos na cadeia produtiva da economia, de acesso de novos empreendedores a constituição de empresas emergentes e de participação crescente dos trabalhadores no capital das empresas através de novos instrumentos de poupança previdenciária, tentava-se assim quebrar o preconceito da população para com a bolsa.

Justamente com os novos dispositivos para abertura de capital, os empresários buscaram levantar seu capital e revitalizar os negócios de forma menos onerosa a se comparar com os empréstimos bancários que traziam como consequência a inflação e altos juros que, por muitas vezes, engessavam o desenvolvimento.

Dada sua contribuição a elevação de divulgação de informações e desenvolvimento do mercado de capitais, seja pela abertura de capitais sociais, seja por sua reestruturação física e tecnológica, a Bolsa redescobriu sua capacidade de oferta de segurança aos agentes, minimizando o risco de crédito dos participantes.

Desde então, investiu nas práticas de governança corporativa, na aplicação de técnicas de gestão empresarial e em tecnologia de ponta que proporcionou a constituição do pregão eletrônico, que levou à extinção do pregão pessoal, admitindo-se o sistema *home broker*, pelo qual o investidor via internet lança suas ordens de transação de valores mobiliários às corretoras e monitora passo a passo as operações.

O futuro para o mercado acionário comprovava ser cada vez mais atraente, o que era comprovado pela ascendente evolução do número de novos investidores. A popularização do mercado de ações, consubstancia-se na comprovação do aumento de 434% no número de contas cadastradas entre 2003 à 2007.

Este crescimento exponencial também não ficou restrito aos grandes empresários, mas também atingiu os pequenos investidores (pessoas físicas) pelo

processo de popularização do mercado de capitais, ampliando cada vez mais os canais de comunicação com o público potencial, disseminando tópicos da educação financeira para consolidação do mercado.

O cidadão começou a investir, fosse o trabalhador que passou a receber ações como prêmio de participação da empresa empregadora, fosse o interessado que trocou a poupança bancária pelo risco, pelos fundos, pelas ações.

Para se ter uma noção, no ano de 2007, foram mais de 25 bilhões de dólares captados através da abertura de capitais, e só no primeiro semestre de tal período, 33 empresas partiram para a oferta pública de suas ações, superando mais de 50% de todo o ano de 2006 ⁷⁸.

Neste diapasão, seguindo a estruturação de mercado global, em 28 de agosto de 2007, a Bolsa de Valores de São Paulo passou pela desmutualização ⁷⁹ de modo que a bolsa deixou de ser uma instituição mútua e os intermediários do mercado deixaram de ter a propriedade exclusiva dos seus títulos patrimoniais.

Para se ter uma ideia, às vésperas da abertura, o preço inicial de cada ação foi redefinido da faixa entre R\$ 15,50 e R\$ 18,50 para R\$ 23,00. Mas esse valor foi mantido até o soar da campanha que informava o início do pregão e a conseqüente estréia do papel da Bovespa em seu primeiro segundo de negociação, pois tão logo iniciaram as operações, a primeira ação já foi negociada a R\$ 32,00, com um *gap* de aproximadamente 40% e este cenário de otimismo se manteve até o final do pregão, quando o papel chegou a R\$ 34,99, com uma valorização de 52,13%. Nesta estreia, o volume de negociações do papel foi de R\$ 5 bilhões.

Como resultado da desmutualização, tiveram mudanças na distribuição do *residual claims* e do controle com conseqüentes reflexos no comportamento da organização e seu desempenho.

Foi então possível a segregação dos direitos de propriedade e de acesso à intermediação do mercado, de forma que a Bolsa passou a ter novos donos, os acionistas, aqueles que provêem o capital financeiro em troca dos lucros deste investimento.

⁷⁸ GORGA, Érika. São Paulo . Gazeta Mercantil , 2007, p. HEM 04-19.

⁷⁹ Mudança de estrutura proprietária das bolsas – conversão de uma estrutura mútua de membros e sem fins lucrativos para uma empresa com fins lucrativos e de propriedade de sócios ou acionistas. In: AGGARWAL, R. Desmutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. Georgetown University. Washington, 2002, P. 105-112. p.5.

Moto contínuo à desmutualização, a Bolsa de Mercadorias e Futuro também ofertou publicamente suas ações, proporcionando o *IPO (Initial Public Offering)* mais concorrido dos últimos tempos, tornando-se uma competitiva sociedade anônima de capital aberto⁸⁰, arrecadando o montante de R\$ 6,625 bilhões. A título de registro, vale lembrar que “no dia de lançamento no mercado suas ações elevaram-se mais de 50%”⁸¹.

Em decorrência da desmutualização a Bolsa procedeu a sua reorganização societária, foi constituída a sociedade controladora BOVESPA Holding S.A (BOVH), a qual teve as ações ofertadas publicamente.

O principal escopo da Bovespa Holding S/A é a gestão de participações sociais em formato de oligopólio com a finalidade de administrar e participar de sociedades que exercem atividades no mercado financeiro e de capitais.

Além dela, surgiram suas subsidiárias, a Bolsa de Valores S/A (sociedade anônima fechada), a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e a Bovespa Supervisão de Mercados (BSM)⁸².

Por este novo quadro estrutural, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo S/A (BVSP), subsidiária integral da Bovespa Holding S/A, passava a ter a finalidade precípua de manutenção do sistema adequado de negociações de ações, enquanto que a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) também subsidiária da holding, tem por responsabilidade, enquanto depositária, a guarda centralizada dos valores mobiliários e, enquanto *clearing*, pela compensação, a liquidação e gerenciamento de risco das operações registradas na Bovespa.

Assim deu-se a transformação jurídica da Bolsa de São Paulo, que na sua origem chegou a ser classificada como um “braço” do Estado passou a ser uma associação civil sem fins lucrativos até que se tornou potente sociedade empresária de capital aberto.

⁸⁰ Sociedade de capital aberto é aquela que aliena seu capital em mercado balcão ou bolsa de valores.

⁸¹ A DESMUTUALIZAÇÃO da Bolsa de Valores. *Valor Econômico*. São Paulo. p. HEM03-32, set. 2007.

⁸² A BOVESPA (associação civil) era titular de ações representativas de 100% do capital social da Bovespa Serviços, que, por sua vez, participava na CBLC com 19,63%, com a abertura de capital a Bovespa Serviços entregou sua participação societária na CBLC para a BOVESPA, que por sua vez realizou uma cisão parcial, sendo que as parcelas cindidas foram incorporadas tanto ela BOVESPA HOLDING e pela BVSP.

Concluídos os processos de abertura de capital da Bovespa, a Bolsa de Mercadorias e Futuro (BM&F) também passou pelo procedimento de desmutualização e abertura de seu capital, dada pela cisão da então associação, sendo que, de parte dela surgiu a Bolsa de Mercadorias e Futuros S.A, momento em que os antigos associados passaram a deter participação na nova companhia.

A abertura de capital possibilitaria a bolsa a maior facilidade de obtenção de capital externo o que levaria a uma estratégia de crescimento mais agressiva, maior lucratividade, usar de maior alavancagem financeira e tolerância a risco.

2.5 A NOVA BOLSA BM&F BOVESPA S/A

O término do século XX ficou marcado pelo fortalecimento do processo de fusões e integrações de alguns importantes mercados, fato que gerou relevantes mudanças na configuração mundial do mercado bursátil.

Exemplo disso pode ser visto no caso da França que procedeu ao processo de integração das Bolsas de Valores de Paris com as Bolsas de Amsterdã, Bruxelas e Lisboa, participando da primeira fusão entre Bolsas de diferentes países e que ficou denominada como Euronext, a qual em 2006 se integrou à Bolsa de Nova Iorque.

A partir da década de 1980, as bolsas passaram por um processo de mudanças de seus aspectos estruturais, fato que coincidiu com a internacionalização dos mercados e com a ampliação da gestão internacional de capitais por investidores institucionais.

Já os anos 90 foram marcados por integrações internas com a associação de bolsas de um mesmo país, sendo que com a implementação de sistemas eletrônicos de negociação, a integração das bolsas ultrapassou as fronteiras de cada país⁸³.

⁸³ Pinheiro envereda que as bolsas passaram a ser identificadas com o espírito altamente comercial no final da década de 1990, quando se tornaram o centro do sistema, cujo nível de atividades demonstrava a imagem imediata da situação socioeconômica de toda uma nação. O autor registra os principais fatos desse processo: i. Outubro de 1998 - Fusão dos mercados Nasdaq e Amex; ii. Março de 1999. Bolsa de Londres e a de Frankfurt anunciam planos para a criação de um mercado pan-europeu o IX – International Exchanges; iii. Março de 2000. Fusão entre a Bolsa de Tóquio (Tókyuo Stock Exchange) e Hiroshima Stock Exchange; iv. Setembro 2000 – Paris Bourse, Amsterdan Exchange e Bruxelas Exchange fundem-se para formar a Euronext. v. As bolsas escandinavas fazem o mesmo, criando a Norex” In: PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais. Fundamentos e técnica*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 175.

Surgiu então uma espécie de interdependência dos mercados, realizada por meio de uma integração geográfica e funcional, buscando a possibilidade de negociação simultânea de investimentos com a mesma padronização em diversos mercados, liberdade de negociação ou ainda centralização de mercados de uma mesma região.

Segundo a World Federation of Exchange (WFE), antiga Federação Internacional de Bolsas de Valores, mais de sessenta por cento de seus membros sofreram a desmutualização de capital.

O mesmo instituto, no final da década de noventa apresentou um estudo sobre possíveis modelos de integração de bolsas⁸⁴, porém nenhum deles teve o devido êxito, e as integrações foram se convergindo sem a predisposição de um modelo pronto e imposto.

Diante da representatividade mundial, a força e relevância das bolsas da Europa e dos Estados Unidos, permitiram que seus meios e procedimentos de desmutualização e integração refletissem em outros mercados, especialmente nos países emergentes.

Consolidando vários mercados internacionais, foi assim que as bolsas estrangeiras deram início a uma transformação de estrutura negocial única, e passaram a se integrarem em uma estrutura coletiva, fusionada, a fim de obter o aproveitamento das vantagens da associação de duas ou mais bolsas, como por exemplo, a especialização de mercados, a diversificação de produtos a serem ofertados aos investidores.

As fusões levaram ao reforço do fortalecimento comercial destes institutos perante toda a economia mundial, enfrentando barreiras como as distinções práticas de cada mercado.

As fusões tomaram rumos de integração horizontal praticadas entre bolsas que ofereciam os mesmos serviços e não competiam entre si, e a vertical formada entre instituições que não tinham compatibilidade de objetivos alinhando em uma só

⁸⁴“Three Business Models for the Stock Exchange Industry”, documento publicado pela Federação Internacional das Bolsas de Valores indicando três modelos de integração, a Bolsa Global que se definia como associação de bolsas de mesma região com fim de harmonizar a regularização, Bolsa Regional, que se desenvolveria por meio de uma bolsa líder, de forma a manter a individualidade de regulações, porém, permitindo a especialização dos mercados, e finalmente, a Bolsa Diversificada, pela qual se formaria um modelo heterogêneo entre as duas primeiras formas com foco institucional.

entidade a ampliação da listagem, das técnicas de negociação, compensação e custódia.

A integração das bolsas permitia que seus membros dessem continuidade a seus negócios nos moldes respectivos de seus mercados, para que se pudesse propiciar o ganho em escala, já que impedia a constituição de novas entidades barradas pelo próprio mercado.

Aos investidores restava uma única plataforma de negociação de ativos, não havia opções variadas, e neste ambiente desmutualizado, pode ser sentida a competitividade entre as bolsas.

Nesta época, o mercado brasileiro já se despontava na América Latina e tinha uma razoável posição perante os mercados emergentes, posto que empresas dos mais diversos setores estão registradas na Bolsa de São Paulo, pode-se citar como exemplo: representantes da telecomunicação, energia, siderurgia, tecnologia e varejo.

Essas sociedades se utilizaram da bolsa para captar recursos dos investidores com o objetivo de financiar seus projetos de investimento e se tornarem cada vez mais competitivas, a Bovespa havia conquistado a confiança necessária para sua atuação no mercado nacional.

Foi então que sob autorização da Comissão de Valores Mobiliários publicada em 12 de agosto de 2008 foi concebida a fusão entre Bovespa e BM&F, originando a terceira maior bolsa do mundo, rumo aos caminhos para a consolidação internacional⁸⁵.

Conforme publicado no jornal Valor Econômico de 08 de maio de 2008, analistas evidenciaram para 2008 crescimento de 453% no negócio BM&F, com um P/L de quarenta vezes. Para Bovespa, essa análise é de 300% com um P/L de vinte e duas vezes. Por outro lado, a união das sinergias operacionais devem representar uma economia anual de R\$ 125 milhões em tecnologia da informação e despesas de pessoal.

⁸⁵ O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) aprovou sem restrições, em 09 de julho, o Ato de Concentração nº 08012.005300/2008-13, referente à integração das atividades da BM&F e Bovespa Holding. A Secretaria de Direito Econômico (SDE) e a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) já haviam se manifestado pela aprovação da operação sem restrições.

A nova bolsa, denominada BM&F BOVESPA S/A., nasceu com um valor de mercado na casa dos R\$ 35 bilhões e ganha musculatura para competir no mercado global⁸⁶.

A companhia criada teve capital dividido em 50% da BM&F e 50% da Bovespa. Por ter maior valor de mercado, e para garantir esta igualdade de relação, a BM&F pagou cerca de R\$ 1,24 bilhão para os acionistas da Bovespa.

A transformação da Bolsa trouxe uma nova estrutura societária, agora a BM&F BOVESPA S/A, tornou-se controladora integral da Bovespa Holding S/A, da BM&F USA Inc, e do Banco BM&F BOVESPA, além de possuir participação majoritária da Bolsa Brasileira de Mercadorias e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Há de se salientar que tanto no caso da BOVESPA, quanto da BM&F, a oferta pública de ações não se deu no mercado primário, mas sim secundário, e se deteve à abertura de ações ordinárias.

A partir de sua transformação societária a BM&F BOVESPA sofre a alteração de sua finalidade social, antes como associação, voltada à manutenção de local de negociações de ativos, agora, como empresa, sua finalidade principal é a geração de lucro, o qual provém dos emolumentos derivados da negociação dos valores mobiliários em seu âmbito interno, destacando-se dentre os títulos, seus próprios papéis.

Assistindo a este fato como meros expectadores estar-se-ia aceitando o progresso, a evolução sem se questionar sobre as implicações desta mudança, posto que, como qualquer outra empresa que se propõe à abertura do capital, seus objetivos se voltam à captação de recursos e ao aumento de sua competitividade.

Porém, na contramão da atividade empresarial, tem-se sua tradicional função fiscalizatória, regulamentar e controladora dos preços de ações e ativos, além do poder de monitoração do próprio mercado.

Ou seja, de um lado lucro, de outro, regulação de mercado, atividades que podem se tornar contraditórias, e daí ser oportuno buscar as forma de controle e de harmonização.

⁸⁶ Em 4 de julho de 2008, a BM&F BOVESPA protocolou o pedido de registro de companhia aberta na Comissão de Valores Mobiliários – CVM e no dia 12 de agosto de 2008 o registro foi concedido.

A cotação das ações e de comodites operados na bolsa implica na prosperidade ou na decadência de ramos inteiros de produção, na felicidade ou na miséria de muitos.

Em decorrência da desmutualização e da abertura de capital, a bolsa deixou a posição passiva (espaço de negociação), para assumir uma posição absolutamente ativa no mercado de capitais, uma vez que, deverá atuar como verdadeira empresa, objetivando o lucro, concorrendo no mercado de ações e seus derivativos, conciliando interesses de acionistas nacionais e internacionais, investidores e as demais companhias

Este tipo de comportamento e reestruturação ocorrido em outras pelo mundo foi estudado por alguns economistas que promoveram pesquisa empírica a fim de se avaliar as consequências e os motivos da alterações organizacionais das bolsas, tem-se como exemplo deste tipo de trabalho, a pesquisa realizada por Alfredo Mendiola e Mauren O'Hara.

A referida pesquisa tratou de analisar bolsas como NASDAQ, Euronext, Londres, Frankfurt, Hong Kong, Sydney, Cingapura, Oslo, Estocolmo, Toronto e Atenas durante o período de 1998 e 2002 .

No que se refere às questões contábeis, os pesquisadores não puderam registrar um resultado definitivo visto que os dados registrados quando das bolsas ainda como instituições mútuas eram limitados.

Conforme a pesquisa realizada, das oito bolsas observadas, quatro demonstraram melhora de desempenho e as demais demonstraram o contrário, a piora. Já no que se refere à rentabilidade operacional, medida razão entre lucro e vendas totais, a maioria apresentou evolução dos números⁸⁷.

Finalmente, comparando-se o desempenho de suas ações listadas com as ações de outras companhias que passaram pela abertura de capital, verificou-se que o preço de seus próprios títulos mostrou-se superior.

Analisados estes dados empíricos, os estudiosos concluíram que a demutualização agregou valor à maioria das bolsas pesquisadas diante do novo sistema competitivo em que se vive.

⁸⁷ MENDIOLA, Alfredo e O'HARA, Mauren. Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges. In::< <http://ssrn.com/abstract=431580> or DOI: 10.2139/ssrn.431580>. Acessado em 25 de abril 2009.

A BM&F BOVESPA S/A ainda não teve este tipo de avaliação econômica, a transformação em sociedade anônima empresária, a iguala à todas as entidades privadas, conferindo-lhe autonomia e livre iniciativa, princípios fundamentais que sustentam a ordem econômica nacional.

Atuando sob sua nova forma, a BM&F BOVESPA S/A expressa sua opção pelo avanço na economia de mercado, passando a ser vista como um de seus agentes, ocupada com o lucro, e com a expansão de seu poder econômico, partindo agora para a competição com outros agentes econômicos, buscando a atrativa de consumidores.

Em contrapartida à finalidade lucrativa, a Bolsa terá o dever de observar os princípios de funcionamento da atividade econômica e se submeter às limitações jurídicas advindas da própria necessidade do mercado, de modo a se ater a calculabilidade e previsibilidade necessárias para seu desenvolvimento e estudo das formas de atuação e avanço.

3 O PAPEL DA BOLSA DE VALORES NO MONITORAMENTO DO MERCADO DE CAPITALIS

3.1 O CONCEITO DE VALOR MOBILIÁRIO COMO PRIMEIRO LIMITE REGULATÓRIO

O mercado de valores mobiliários é um segmento, um elemento do mercado de capitais, sendo que por meio dele os investimentos são captados e direcionados para o investimento na atividade empresarial, além de assegurar a liquidez aos títulos negociados.

Pode-se dizer que o primeiro limite imposto pelo Estado a sua própria intervenção no mercado de capitais decorre da definição jurídica do conceito de valores mobiliários, objeto do tema⁸⁸.

Para a conceituação de valores mobiliários tem-se duas vertentes a escolher, a europeia que busca uma definição em si deste objeto vinculando-o à noção de título associativo ou empréstimo a longo prazo e a norte americana que preferiu elencar uma lista de títulos que se enquadrariam na concepção de valores mobiliários⁸⁹.

O direito brasileiro seguiu o exemplo do norte americano e conforme a Lei 6.385/76 listou tipos de valores mobiliários, delegando, na época, ao Conselho Monetário Nacional a possibilidade de ampliar o elenco legal, detendo-se tanto aqueles negociáveis em bolsa quanto àqueles negociáveis no mercado balcão.

Em um primeiro momento a referida lei tratou da listagem simples delegando ao Conselho Monetário Nacional o poder de criar novos tipos de valores mobiliários, era pois, verdadeira norma em banco, o que foi se mudando aos poucos.

No Brasil, tem-se a errônea noção de valores mobiliários como algo equivalente a título de crédito, o que não corresponde a total verdade, pois, assim como na Europa e no próprio direito americano, os valores mobiliários envolvem em

⁸⁸ Segundo Mattos Filho, sobre a necessidade de conceituação, “de um lado ela se impõe como fronteira demarcatória da abrangência e atuação do direito inerente ao valor mobiliário. De outro, servirá para definir o campo de atuação governamental na regulação do uso de tal instrumento”. In: MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 59, 1984. p. 30.

⁸⁹ Ibidem, p. 32.

sua essência uma noção de cidadania e não mero papel de crédito, já que ele tem a finalidade, historicamente reconhecida, de ser um instrumento de capitalização de empresas por meio da poupança pública.

Ou seja, os valores mobiliários podem ser tomados como instrumentos para captar recursos em massa, em grandes quantias de uma só vez, e sua noção seria importante, inclusive, para delinear a atuação fiscalizadora do Estado.

O ordenamento brasileiro passou pela listagem legal dos valores mobiliários admitidos a negociação. Alguns anos após o paradigma da taxatividade foi quebrado e o dispositivo legal foi alterado ganhando uma conotação mais vaga que permitiu a extensão do conceito para outros títulos negociáveis com exceção de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.⁹⁰

O conceito de valor mobiliário permite identificar o tipo e o limite de intervenção e atuação estatal sobre o mercado de capitais capaz da aplicação do sistema regulatório correspondente.

3.2 DA REGULAÇÃO E DA AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO

A economia em si é fonte do que se chamou de *realidades jurídicas* que levaram a constituição de um comércio baseado na vontade livre, o que justificaria a própria propriedade privada e todo arcabouço dela derivado, de forma a viabilizar uma regulação econômica limitativa, uma limitação necessariamente material do mercado seja sobre a imposição de condutas ou controle de preços⁹¹.

Tendo em vista sua relevância, o mercado de capitais é objeto do Direito que se ocupa de sua proteção através dos meios regulatórios, sejam eles oficiais, derivados diretamente de órgãos estatais, ou ainda de costumes e práticas particulares.

O Estado tem força para organizar e aperfeiçoar o capitalismo e o mercado como um todo por meio da planificação e elaboração de suas agendas, exercendo

⁹⁰ Lei 6.385/76 – art. 2, inciso quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

⁹¹ EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 19

funções que não podem depender somente dos agentes privados, como é o caso do controle da moeda, do crédito, da poupança/investimento, organizando-se assim o mercado de capitais para a distribuição da poupança por meios racionais, além de questões de desenvolvimento de política nacional⁹².

Os atos normativos oficiais, em regra, consistem em leis, decretos, medidas provisórias, dentre outras medidas advindas do Poder Legislativo ou Executivo, os originários têm por fonte primária a base legal, já os derivados, buscam complementar as leis preexistentes, e é por meio desta que se estabelece a transferência do poder de implementar a política econômica.

A gestão da economia é tema que preocupa o Estado em si, que por ter fundamento liberal permite a liberdade de gestão das atividades econômicas individuais regulando formalmente a execução das obrigações pactuadas, garantindo o suporte material.

Porém, a gestão econômica ainda pode se dar de modo acidental por força de um Estado não comunista ou de associações econômicas (empresas mercantis) que atuam para a proteção de sua atividade, estabelecendo regras usualmente respeitadas através da autorregulação.

Por certo não existe uma definição absoluta de regulação, mas para a base deste trabalho pode-se entendê-la como uma forma de normatização e a fiscalização do mercado.

Esta fiscalização deve expandir para a criação de mecanismos de defesa para o combate às pressões que levam ao desequilíbrio do mercado, sejam eles preventivos: impedindo que o mercado seja afetados diretamente pela liquidez, pela volatilidade e pelo abalo da confiança. Ou através do modo repressivos: pelos quais se busca adequar o funcionamento do mercado às pressões ocorridas.

Além da regulação jurídica advinda de fonte oficial, o próprio Weber⁹³ indica como outra alternativa a *regulação de modo voluntário* que decorre dos interesses dos agentes do mercado, que por seu poder de conhecimento tendem a influenciar o controle das operações.

Deve-se atentar ao fato de que as normas reguladoras possuem uma essência instrumental para a implementação das políticas econômicas, sem deixar

⁹² KEYNES, John Maynard. 1926, p. 291. *The end of de laissez-faire*. Reimpresso in: CW IX, Londres: MacMillan, 1972.p. 124

⁹³ WEBER, Max. *A bolsa* (Die burse). Reimpresso em Lisboa: RelógioD'água, 2004. p. 55-57.

que o formalismo excessivo cause seu engessamento ou a distorção dos fatos em si.

Neste ponto, pode-se entender que tanto a regulação por entidades governamentais, quanto a atividade autorregulatória, remetem à noção de controle jurídico do mercado de valores mobiliários, cabendo então a diferenciação entre os dois sistemas.

Historicamente, o termo “autorregulação” associa-se às noções de “corporação”, que remonta as guildas medievais, que tiveram suas origens nas fraternidades religiosas, advindas das “cidades livres”⁹⁴ dos séculos XI e XII, até sua evolução para corporações profissionais, ou associações de classe de profissionais e comerciantes.

Devido à posição que lhes eram atribuídas na comunidade, as guildas desenvolveram regras e regulamentos, buscando a proteção de seus membros e o estabelecimento de regras normativas de comércio e de fabricação de bens⁹⁵.

Tomando-se por base tais fatos históricos tem-se que a autodisciplina antecede a lei de valores mobiliários, sob uma visão estrita, fato que decorre do próprio instinto de proteção das próprias atividades.

De certo, em seu nível básico, o autopolicimento é um meio dos próprios empresários fiscalizarem a atividade exercida, um instrumento de orientação ou execução do comportamento social que se estabeleceu em uma gama de profissões, e se aplica a qualquer ambiente, não se restringindo ao mercado de valores mobiliários.

Segundo a definição da Organização Internacional for Standardization – ISO, a autorregulação pode ser definida como um sistema que incentiva determinados comportamentos sociais em prol do interesse coletivo, a fim de evitar intervenção direta do Estado por meio da regulamentação legal.

A autorregulação é típico efeito das relações jurídicas decorrentes do exercício da autonomia privada, que se diferencia dos demais por interferir na

⁹⁴ A autorregulação das corporações de ofício permitia a autoproteção dos comerciantes frente às guerras traçadas no Feudalismo, formando-se pois, uma ordem jurídica extra feudos, permitindo-se o desenvolvimento da burguesia.

⁹⁵ CFA - Institute Centre for Financial Market Integrity. *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?*. 2007.p. 01. Disponível em: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n7.4819>. Acesso em:25 de jul.2008.

situação econômica, para conformá-la aos desígnos e modelos pré-estabelecidos sob a ameaça de aplicação de sanções aplicadas por meio de mecanismos próprios.

Observa-se que esta definição demonstra o afastamento do Estado e a concentração do poder nas mãos dos agentes de mercado, sob uma concepção liberalista, permitindo a assunção, por parte dos participantes no sistema mercantil, ao direito de criar e adaptar as orientações comuns para reger seus próprios atos.

O sistema autorregulatório se diferencia de país para país em todos os setores do mercado, de modo a desenvolvê-lo de maneira significativa, sendo que seus objetivos se assemelham a um sistema estatal sob uma base de princípios comuns, especialmente no que se refere à preservação da integridade dos investidores e do mercado em si.

Trazendo este conceito para o mercado de capitais, independente do modelo de estruturação das bolsas de valores e de mercadorias, sejam como associações ou sociedades anônimas, seus participantes carregam consigo esta feição corporativa de autoproteção, tanto pelo mutualismo, tanto pela capitalização.

Os limites jurídicos do poder autorregulatório decorrem da variação da natureza da intervenção estatal e controle das atividades no mercado mobiliário.

Neste âmbito destacam-se dois modelos de regulação, a voluntária (autorregulação) e a legal, também chamada de heterorregulação, sendo que deve-se considerar que a primeira não exclui a segunda.

O modelo de autorregulação voluntária é caracterizado pela liberdade de comando do mercado pelas Bolsas de Valores e de Mercadorias, sem intervenção direta do Estado na prática dos negócios, no controle de seus agentes, investidores e do mercado de valores mobiliários em si.

O modelo voluntário tinha um critério de regras de conteúdo ético, voltado a práticas consagradas pelo uso que levavam a fiscalização dos negócios de forma não burocrática.

Por sua vez, o modelo da autorregulação tem uma essência coletiva organizada não por um agente, mas pela participação de diferentes pessoas, mantendo seu caráter privado de mercado.

Já o modelo legal tem por premissa a regulamentação do mercado por meio da intervenção estatal, seja pela estruturação jurisdicional do sistema, e mais ainda pela composição legislativa.

A intervenção na economia constitui opção política e no caso de mercado de capitais é implementada por leis e regulamentos que disciplinam seu funcionamento de forma a harmonizar o movimento mercantil e a inibição de possíveis imperfeições do sistema, é o que pode ser chamado de “intervenção por direção”⁹⁶.

É neste sentido que podemos falar dos objetivos da regulação, tais como a eficiência na determinação do valor dos títulos a serem negociados garantindo a publicidade da informação mediante regras de *disclosure*, eficiência nas transferências dos títulos a baixos custos, equidade nas relações entre investidor e corretores, confiança do público, freios à concentração do poder econômico e política fiscal de incentivo.

Há de se observar que, por vezes, a autorregulação pode ser determinada pelo Estado que traça firmemente todos os seus parâmetros, neste caso estar-se-ia diante de um sistema misto, admissível e denominado por alguns de “autorregulação pública”⁹⁷.

Por certo, independentemente da vertente, qualquer dos sistemas requer um certo nível de normas de cumprimento, o que os distingue em essência é o grau de flexibilidade que os participantes no mercado têm para fazer julgamentos quanto ao cumprimento regulamentar.

3.3 DAS VANTAGENS E DESVANTAGENS DA AUTORREGULAÇÃO

Ponderações devem ser feitas quanto a vantagens e desvantagens da autorregulação do mercado, diante do equilíbrio que deve se manter entre flexibilidade e liberdade.

O sistema autorregulatório, livre da intervenção estatal, tem uma essência flexível vez que, por se tratar de uma organização privada, pode ser alterado sem entraves a depender das circunstâncias, o que lhe permitiria maior agilidade para o acompanhamento do mercado, bem como sua capacidade de reação de uma instituição não governamental às crises.

⁹⁷ MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os princípios informadores do direito no mercado de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

Já o sistema regulatório tem seu poder limitado à lei e sua ampliação ou restrição depende de uma medida legislativa ou executiva, o que pode despende de maior tempo para alterações.

Ainda se afirma que o fato de se atribuir a responsabilidade de elaboração e aplicação dos regulamentos aos próprios entes regulamentados refletem a própria filosofia e princípios do mercado livre.

As entidades autorreguladoras possuem interesse em manter sua reputação e sua própria marca sob a argumentação da transparência de suas atividades, fortalecendo a exigência do padrão de conduta de seus membros e assegurando a garantia de manter um padrão para seus produtos e serviços através de normas e políticas.

Sem contar que, ao promover a autorregulação pela divulgação da segurança do mercado, a tendência é de aumentar os investimentos naquele mercado diante da atração da “clientela” pelos critérios de ética e policiamento de suas próprias ações, sendo que quanto mais investidores são atraídos, maior seria o convencimento de que o sistema é economicamente mais vantajoso.

Outra vantagem que poderia ser trazida pela autorregulação é a economia pública de fiscalização, vez que ao ser promovida pela entidade particular, a esta como empresa privada teria o dever de prover aos investimentos para a composição e manutenção da estrutura do sistema por meio do autofinanciamento, o que aliviaria os encargos do governo.

Neste aspecto, a autorregulação pura e simples se harmoniza à ideia de estado liberal trazida por Adam Smith, de forma que a mão invisível do capitalismo é quem deveria mover o Estado.

Sob este foco, os participantes do mercado é quem deveriam contribuir para o desenvolvimento das melhores práticas e padrões de maneira a fortalecer a cultura da confiança pela demonstração de compromisso entre os interessados.

Em oposição às vantagens esboçadas sobre o sistema de autoproteção, tem-se a ideia menos liberal e mais intervencionista que desacredita neste poder invisível do mercado, diante de sua fragilidade em situações de crise.

O mercado de capitais é questão de interesse público, posto que seu desenvolvimento não interessa tão somente a investidores, corretores e às bolsas, mas interessa ao público em geral, posto influenciar na circulação do poder econômico, na captação de dinheiro junto ao público, no financiamento do

crescimento industrial que leva ao crescimento da produção e com isso no aumento da oferta, a diminuição de juros e ao crescimento de postos de trabalho.

Diante de tais fatos, é natural o impulso entre o interesse público da regulação do mercado e, diante de sua importância, é que se acredita na inviabilidade a longo prazo da autorregulação, por um motivo simples, a dificuldade de aliar o auto-interesse em favor do bem público, conflito este inerente à própria relação pública e privada.

Por exemplo, como argumento contrário ao autofinanciamento é levantada a questão sobre a forma de captação de recursos para a liquidação dos custos, posto que como empresa privada a bolsa chamaria para si os encargos financeiros da estruturação do sistema autorregulatório, tal custo via direta ou indireta refletiria no seu lucro, a não ser que fosse repassado no preço dos emolumentos por operações das negociações, atingindo corretores, investidores do mercado e, em uma escala menor, a seus próprios acionistas (“donos da bolsa”).

Por via oblíqua, uma vez aumentado o custo das transações, diminui-se a capacidade de atrair novos participantes (sócios e investidores) do mercado, diante da diminuição da rentabilidade das ações. Sem contar que os membros da bolsa podem intervir na destinação dos recursos e direcioná-los a outras atividades que não a reguladora.

O custo-benefício da autorregulação não inclui só nas receitas diretas de melhoramento, mas também economias de custos, obtidos através da eficiência, além do conhecimento específico de mercado de valores mobiliários a entidade reguladora deve ter uma visão global de mercado, política pública e desenvolvimento econômico.

Outra limitação diz respeito ao regime de propriedade e controle de sua administração, vez que a composição heterogênea de membros da bolsa pode implicar em interesses diferenciados no lançamento dos valores mobiliários, havendo a possibilidade de favorecer mais a alguns do que aos outros.

No mais, em essência, a concepção de autorregulação é muitas vezes auto-originárias e autodirigido, o que pode levar ao questionamento de valor de qualquer sistema normativo que se baseia no autocontrole.

Ainda há de se notar a possibilidade de má utilização dos dados de preço pelas bolsas, em decorrência do acesso direto às informações sobre transmissão de

ordens por seus clientes, sem contar que a entidade reguladora não pode controlar as informações privilegiadas fora da bolsa.

É possível apresentar justificativas para a regulação de mercado de capitais tais como a necessidade de maior proteção aos investidores, manutenção de sistema de negociação de divulgação pública de informações confiáveis sobre emissão e negociação de títulos, criação de mecanismos eficientes de interação entre oferta e demanda e formação de preços, necessidade de redução de custos de agência e viabilização de crescimento econômico por meio de criação de mecanismos de acesso a capital pelos emissores.

Outros objetivos podem ser citados, quais sejam, a eficiência da determinação do valor dos títulos mobiliários bem como em suas transferências via redução de custos de transação, equidade nas relações entre investidor e seu intermediário, confiança do público no mercado de capitais como meio de arrecadação de recursos para investimentos, evitar a concentração de poder econômico e a implementação de políticas fiscais de estimulação.

Tem-se, pois de considerar o risco sistêmico de cada modelo de regulação, se partir da regulação por uma única entidade empresarial independente tem-se o risco do descomprometimento com o interesse público, de forma a limitar as expectativas de proteção dos participantes do mercado.

O modelo autorregulatório está enraizado na história da economia, pois demonstra as práticas de atos reiterados de um grupo, o que serve de gênese do direito econômico, que deve manter o dinamismo e acompanhar *pari passo* a evolução tecnológica, econômica e negocial.

Cumpra a sociedade questionar qual o papel da regulação no desenvolvimento do mercado garantindo maior proteção, por meio de menor custo.

3.4 DO SISTEMA BRASILEIRO DE REGULAÇÃO DE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O sistema brasileiro de regulação de mercado de valores mobiliários passou por duas variáveis tendentes ao intervencionismo estatal, ainda quando organizadas de forma não institucional guiada pela Câmara de Corretores, as bolsas brasileiras se guiavam pela intervenção direta do Estado, fosse para a nomeação de seus dirigentes, fosse para a divulgação dos investimentos negociados.

Após o golpe militar de 1964, economistas foram investidos no poder público e traçaram uma tendência liberalista do sistema de mercado nacional na tentativa de canalização da poupança para atividades produtivas de instrumento de mercado visando seu desenvolvimento a longo prazo, pela qual se buscou um sistema de supervisão⁹⁸.

Logo em 1965, foi publicada a Lei de Mercado de Capitais, Lei 4.728, a qual trazia formas de incentivo para a abertura do capital de empresas nacionais, e delegou ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central poderes regulatórios sobre o mercado de capitais e sobre a bolsa.

Entre as funções regulatórias do Conselho Monetário Nacional destacava-se o dever de disciplinar as atividades das bolsas de valores e de estatuir normas para as operações de instituições financeiras com vistas à preservação da solidez do crédito.⁹⁹

A mesma lei ainda criou a figura da sociedade corretora para a captação de investidores clientes, assegurou autonomia administrativa, financeira e patrimonial às bolsas nacionais, estabelecendo conteúdo mínimo para o estatuto social, determinando a criação de um conselho de administração, atribuiu determinadas responsabilidades para o superintendente geral e impôs regras de admissão e direitos e deveres de seus membros¹⁰⁰.

⁹⁸ BRASIL. Lei 4595 de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. D.O.U. Diário Oficial da União de 31 janeiro de 1965. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L4595.htm>>

⁹⁹ Art 4º, XXI: “Disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos”

¹⁰⁰ Art 2º: “O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de: I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedade que os emitirem; II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários; V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários; VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.”

Art. 7º: “Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores, e relativas a: I - condições de constituição e extinção; forma jurídica; órgãos de administração e seu preenchimento; exercício de poder disciplinar sobre os membros da Bolsa, imposição de penas e condições de exclusão; II - número de sociedades corretoras membros da Bolsa, requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira, habilitação técnica dos seus administradores e forma de representação nas Bolsas; III - espécies de operações admitidas nas Bolsas; normas, métodos e práticas a serem observados nessas operações; responsabilidade das sociedades corretoras nas operações; IV - administração financeira das Bolsas; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas ou seus membros; V - normas destinadas a evitar ou reprimir manipulações de preços e operações fraudulentas; condições a serem observadas nas operações

O objetivo da lei era de facilitar o acesso ao público do mercado, proteção de investidores, prevenção de fraudes e manipulações e de promoção da equidade nas relações de negociação de títulos.

Em 1966 foi editada a Resolução 39 do Conselho Monetário Nacional que veio a disciplinar a constituição e organização das Bolsas de Valores no Brasil, impondo a elas a obrigatoriedade da estruturação jurídica como associações civis, a necessidade de registro e autorização do Banco Central, a limitação de número de membros pelo próprio CMN, a formação de conselho de administração por membros indicados pelas companhias listadas e a apresentação de relatórios financeiros por auditorias independentes e fiscalização dos membros da bolsa pela administração da própria instituição.

Enquanto isto, ao Banco Central cabia o registro das sociedades corretoras, a autorização de constituição das bolsas, a autorização do funcionamento e a fiscalização das operações das instituições financeiras, sociedades ou firmas individuais que tinham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valores mobiliários, além do registro dos títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação serem distribuídos no mercado de capitais, e ainda o dever de dar publicidade aos atos, às demonstrações financeiras das empresas listadas.

Em paralelo, as bolsas estabeleciam normas de negociação, admissão de corretores e a cotação dos títulos, além de normas disciplinares.

Ao se atribuir ao Banco Central a atividade de desenvolvimento do mercado de capitais, a lei permitiu certo engessamento da instituição posto a imposição de funções acumuladas, não tinha tal entidade a capacidade de prover a todo e qualquer ato que atendesse aos anseios dos participantes do mercado.

Tal fato levou ao desprestígio da autarquia, e em meio a crise do petróleo, muitos especuladores passaram a atribuir seus prejuízos em bolsa à ineficiência do

autorizadas de sustentação de preços; VI - registro das operações a ser mantido pelas Bolsas e seus membros; dados estatísticos a serem apurados pelas Bolsas e fornecidos ao Banco Central; VII - fiscalização do cumprimento de obrigações legais pelas sociedades cujos títulos sejam negociados na Bolsa; VIII - percentagem mínima do preço dos títulos negociados a termo, que deverá ser obrigatoriamente liquidada à vista; IX - crédito para aquisição de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais. “

Art. 8:“ A intermediação dos negócios nas Bolsas de Valores será exercida por sociedades corretoras membros da Bolsa, cujo capital mínimo será fixado pelo Conselho Monetário Nacional)”

Banco Central, neste contexto, foi instituída a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, assegurando-lhe poder regulamentar, fiscal e punitivo¹⁰¹.

Neste ponto específico que pode-se perceber a desvinculação do sistema nacional ao sistema francês, de forma a partir para o sistema de supervisão norte americano.

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM foi constituída nos moldes da SEC – *Security Exchange Commission*, agência fiscalizadora do mercado norteamericano, porém, com quarenta anos de atraso, mediante a publicação da Lei nº 6.385/76.

A natureza da Comissão de Valores Mobiliários - CVM é de instituição governamental destinada a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsa de valores e as companhias abertas, mantendo a fiscalização e a emissão de valores mobiliários no mercado, bem como a negociação destes no mercado aberto, e a auditoria das sociedades abertas¹⁰².

A mesma lei conferiu às bolsas autonomia administrativa, financeira e patrimonial, porém deveriam agir como auxiliares do Estado, aqui personificado pela Comissão de Valores Mobiliários como auxiliares de regulação e fiscalização¹⁰³.

¹⁰¹ Existe uma discussão doutrinária sobre a criação da “mega agência”, uma agência única que abarcaria a supervisão de todo o mercado financeiro (bancos, valores mobiliários, e todos os demais temas envolvidos), a crítica remanesce na burocratização das atividades; os benefícios decorreriam do menor custo;

¹⁰² Lei 6385/76 – Art 5º “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

Art. 8 “Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º; bem como a veicular ação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preços, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade as que não apresentem lucro em balanço ou as que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

¹⁰³ 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.

Como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, as bolsas recebiam em contrapartida poderes de controle do mercado mobiliário e, sob a estrutura de associação civil de organização mútua, a Bolsa de São Paulo passou a ter posição de destaque no mercado, superando em negócios as bolsas regionais então existentes atraindo para si atividades de harmonização de normas reguladoras do mercado.

No evoluir dos tempos houve o impulso de uma cultura desenvolvimentista que refletiu no Brasil até o início dos anos 80, a cultura estruturalista. Despontada na América Latina, por meio desta teoria foi possível a visão sistêmica do desenvolvimento desigual do capitalismo o que por via de consequência proporcionava o crescimento de uma periferia do sistema, de um lado a concentração de riquezas e de outro a evolução da escassez.

Todavia, também se rendeu à avalanche da política neoliberal, fomentada a partir dos anos 80, aproveitando-se de algumas fragilidades do sistema anterior. Foram assim retomadas as ideias liberais, a autorregulação produziu maior desigualdade de rendas entre as classes sociais de modo a polarizar a riqueza. Na década de 80 vivencia-se o movimento de privatização da economia, advinda por instrumentos estatais, quando o Estado então passou da posição de provedor de bens e serviços para regulador de seu fornecimento e de sua execução.

Deu-se continuidade ao agenciamento dos serviços, diminuindo-se a intervenção direta, passando a delegar às agências poderes para a organização de políticas microeconômicas de modo a ordenar e equilibrar as atividades dos particulares.

Efetivamente, o Banco Central perdeu seus poderes regulatórios sobre bolsas e mercado de capitais em 1977, sendo que, em 1984 nova resolução passou a complementar a lei que regia o tema, sem alterações veementes adaptando as responsabilidades do BACEN a Comissão de Valores Mobiliários.

Foi então que a resolução CMN 922-84 ampliou o objeto social das bolsas permitindo a elas o desenvolvimento das atividades de compensação e liquidação das operações nelas realizadas, possibilitando a oferta de crédito às corretoras, bem como o exercício de atividades extras não previstas em qualquer norma, desde que previamente autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

A mesma resolução tratou da adoção de procedimentos da lei das sociedades anônimas para demonstrações financeiras, obrigatoriedade de inquérito

administrativo para investigação de infrações e impossibilidade de aquisição por uma mesma corretora de valores de mais de um título patrimonial de uma única bolsa.

Outro ponto importante desta resolução diz respeito à delegação de controle de admissão de novos membros ao Conselho de Administração da própria bolsa e do cadastro de investidores, competência de apreciação da Assembleia Geral.

Em paralelo, as resoluções 1190/1986 e 1645/1989 trataram a regulamentação da Bolsa de Mercadorias e Futuro dando a ela própria o poder de criar normas internas para combate às fraudes e infrações as normas legais, cabendo tão somente a comunicação das irregularidades a Comissão de Valores Mobiliários ou ao Banco Central desde que fossem referentes aos motivos que justificassem o recesso da bolsa.¹⁰⁴

Detinha a bolsa verdadeiro poder de polícia tanto no que se refere à fiscalização de seus participantes quanto às operações nela realizadas, exercendo sua função de órgão auxiliar da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O tipo de auxílio prestado se dirigia às tarefas públicas de fiscalização do mercado de capitais dadas a Comissão de Valores Mobiliário - CVM, exercido no controle dos pregões, bem como no ato de monitorar as corretoras, os investidores e as sociedades de capital aberto que dela participasse.

Sob este aspecto, em que pese a natureza privada das bolsas realizavam funções de conotação pública, é o que os franceses chamavam de serviços públicos de regulação da vida econômica, delegados pelo Estado¹⁰⁵.

¹⁰⁴ CMN 1645/89: I - *As bolsas de mercadorias e de futuros deverão prever, em suas normas operacionais, dispositivos que possibilitem prevenir ou corrigir situações anormais de mercado que possam configurar infrações a normas legais ou regulamentares, ou que consubstanciem práticas não equitativas, modalidades de fraude ou manipulação. II - Competirá às bolsas de mercadorias e de futuros, quando detectada qualquer das ocorrências previstas no item anterior, adotar providências que restabeleçam o regular funcionamento do mercado respectivo, devendo o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários - essa última quando o objeto da ocorrência esteve referenciado em qualquer dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 07.12.76 - ser imediatamente cientificados das irregularidades verificadas e das medidas corretivas empreendidas.*

III - Com vistas ao atingimento de seus objetivos, deverão as bolsas de mercadorias e de futuros promover a fiscalização direta e ampla de seus associados, podendo, para tanto, examinar livros e registros de contabilidade e outros papéis ou documentos ligados às atividades desses, mantendo à disposição do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários os relatórios de inspeção elaborados por seus fiscais ou auditores.

¹⁰⁵ COMPARATO, Fábio. *Direito Empresarial*. São Paulo: Editora Saraiva, 1995 p. 326.

Avançando no tempo, diante das crises do petróleo e da alta da inflação, o mercado mobiliário sofreu certo desestímulo, momento em que não se teve novidades legislativas e evoluções sobre o tema bursátil.

Foi tão somente na década de noventa que o Estado, aplicando políticas intervencionistas, implantou planos econômicos de recuperação e incentivos para aumento de investimentos externos, voltando a falar de sistemas de regulação do mercado.

Para atrair investidores estrangeiros, era preciso que a eles fosse oferecido um mínimo de conforto e confiança no mercado nacional, o que seria instrumentalizado por novas técnicas de regulação que proporcionasse a estabilidade necessária.

Neste cenário, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM teve sua competência aumentada, alargando o rol, antes taxativo de definições de “valores mobiliários”, o que levou a submissão das bolsas de futuros a tal entidade estatal, ampliando-se os participantes deste sistema.

Foi então que, em 2000, o Conselho Monetário Nacional publicou a Resolução 2690 pela qual se permitiu as bolsas o exercício da opção de constituição sob a estrutura de associação civil ou sociedade anônima.

Referida Resolução delimitou o objeto social das bolsas, impondo a elas o exercício das atividades de manutenção de local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários. Garantiu-lhe a necessária adaptação para maior eficiência dos sistemas de negociação e da liquidez, e o poder regulatório para criação de mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitassem ao atendimento pelas sociedades membros de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores, sem exclusão da competência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Foram ainda, estabelecidas regras normativas de preservação de padrões éticos de negociação impostas as então sociedades membros, as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários.

O Conselho Monetário Nacional, de um modo geral, conferiu às bolsas nacionais o poder da auto-regulamentação garantindo-lhes poderes de criação de

normas que vinculassem seus agentes, e todos os demais participantes do mercado, excluindo o Estado de tal função¹⁰⁶.

Além disto, às bolsas foi conferido poder de fiscalização do cumprimento de suas normas, podendo inclusive, aplicar penalidades, no limite de sua competência, aos eventuais infratores.

A mesma resolução tratou da submissão das bolsas à Comissão de Valores Mobiliários - CVM como satisfação de requisito de constituição, garantindo a autarquia poder se supervisão.¹⁰⁷

¹⁰⁶ Res. CMN 922 de 1984 - Art. 1º “As bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônima...”

¹⁰⁷ Res. CMN 2690/00. 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

Parágrafo único. As bolsas de valores que se constituírem como associações civis, sem finalidade lucrativa, não podem distribuir a sociedades membros parcela de patrimônio ou resultado, exceto se houver expressa autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 2º “As bolsas de valores dependem, para o início de suas operações, de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários, sob cuja supervisão e fiscalização funcionam, observados os seguintes requisitos básicos:

- I- patrimônio ou capital social,
- II- livre negociação de seus títulos patrimoniais ou das
- III- ações de sua emissão;
- IV- aduração por prazo indeterminado;
- V- permissão para o ingresso de sociedades membros, mediante a aquisição de título patrimonial ou de número mínimo de ações estabelecido no estatuto social, e o atendimento das exigências estabelecidas por este Regulamento e pela própria bolsa de valores.”

Nesta época a Bolsa de São Paulo passou a dispor sobre o regulamento de operações traçando regras de listagem, negociação, critérios de operação em pregão até mesmo os casos de suspensão e exclusão de operadores.

De um modo geral, coube à Bovespa as definições, características e modo de funcionamento do mercado à vista, a termo e de opções, direitos e obrigações de sociedades corretoras, corretagem, taxas e emolumentos, normas éticas, dentre outras.

No âmbito das mercadorias e derivativos, com o objetivo de manter o mercado ordenado, a então a BM&F instituiu limites de operação impedindo a concentração de posições estabelecendo um número prévio de contratos em aberto por mercado, mercadoria, vencimento ou séries,

A ela se atribuiu o encargo da avaliação e indicação dos participantes que poderiam manter posições em aberto (contratos não liquidados no mesmo dia), sendo posto o risco de inadimplência ser reduzido pelo depósito de margens líquidas.

Além do que, para assegurar o desenvolvimento as operações, foram constituídas as *clearings* (contraparte central garantidora) que garantem a liquidação nos negócios por ela monitorados nos prazos e condições estabelecidos, o que é proporcionado pelas câmaras de registro, compensação e liquidação¹⁰⁸.

A Lei 10.303 de 2001, transferiu do Conselho Monetário Nacional à Comissão de Valores Mobiliários a competência para editar normas de organização das bolsas, assegurando à autarquia poder mais amplo de atuação, o que segue até os dias atuais.

Em meio à concorrência global de mercado, a Bovespa ganhou força e se instituiu empresa com poderes regulatórios conforme a resolução 461/07 da Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁰⁸ Atualmente são três, as *clearings* constituídas, a de derivativos, de ativos e de câmbio, a primeira atribuiu aos membros dos Membros de Compensação, em sua maioria agentes de distribuição e corretoras, a responsabilidade pela liquidação das operações, os quais têm a obrigação de depositar garantias para manutenção do Fundo de liquidação de operações. A segunda presta serviço de registro, liquidação e compensação de operações de títulos públicos e finalmente, a terceira trata das operações no mercado interbancário de câmbio, que permite o gerenciamento do risco e garante a finalização de todas as suas operações de seu sistema.

3.5 O PODER REGULATÓRIO DA BOLSA DE VALORES

A evolução histórica permite notar a transformação da regulação das bolsas no Brasil, no início tinha ela um papel quase público e de extrema vinculação estatal, porém, da década de 60 em diante, a regulação do mercado foi amenizada e da intervenção direta passou-se a supervisão estatal.

As bolsas são responsáveis pela supervisão de seus membros e das operações por nela realizadas, todavia, até o advento da desmutualização as normas regulatórias tomavam como base na estrutura tradicional de mutualismo e de ausência de finalidade lucrativa.

É certo que a desmutualização promove a mudança da estratégia das bolsas influenciando não só em seu papel regulador, mas na regulação geral do mercado, daí a necessidade de adaptação da legislação.

Em 2007, a Comissão de Valores Mobiliários publicou a instrução numero 461 pela qual se regulamentou o mercado, além de repetir os critérios de constituição e extinção das bolsas, passando a ser conhecida como a “nova 2096”

Por meio desta instrução a Bovespa e a Bolsa de Mercadorias e Futuros passaram a compor o grupo de “mercados organizados de bolsa”, foi reiterado e formalizado o poder de monitoramento do mercado com o dever de harmonizar seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados.

Dita instrução tratou especificamente da autorregulação das bolsas definindo a fiscalização e supervisão das operações por meio do departamento de autorregulação do diretor de autorregulação e do conselho.

Foi outorgado às bolsas o poder de fiscalização das obrigações dos emissores de valores mobiliários, bem como de criação das regras de funcionamento e imposição de sanções em caso de infrações das normas traçadas pela própria bolsa.

Além da formal delegação de poderes, referida instrução reforçou a possibilidade de constituição das bolsas tanto de natureza civil, uma associação civil, quanto empresarial, ou sociedade anônima controlada para o exercício das atividades reguladoras.

Tal novidade normativa deu o devido embasamento para que as bolsas sofressem a transformação de sua estrutura societária deixando a finalidade não lucrativa para se portar como uma sociedade anônima de capital aberto.

Referida instrução trazia um capítulo sobre a autorregulação do mercado e pregava a segregação das atividades a separar o órgão que averigua e pune irregularidades do órgão executivo.

Ao realizar sua reorganização societária e tornar-se a Bovespa Holding S/A, a Bovespa utilizou-se da possibilidade dada pela instrução 461 da Comissão de Valores Mobiliários e lançou mão da segregação de funções administrativas e regulatórias, foi instituída então uma terceira sociedade, tecnicamente distinta, a quem foi designada à função de supervisão e fiscalização do mercado, a Bovespa Supervisão de Mercado (BSM).

A Bovespa Supervisão de Mercado (BSM) foi constituída sob a organização de associação sem fins lucrativos, e seu quadro social é composto pela Bovespa SP e pela Câmara de Liquidação e Custódia - CBLC, sendo que, indiretamente é controlada pela BM&F Bovespa S/A, entidade com fins lucrativos e isso leva a questionar onde estaria então sua real autonomia e imparcialidade.

A BSM tem a função de supervisionar o cumprimento das normas de regulação do mercado pelos participantes de negociação e agentes de compensação ou custódia.

Em que pese a separação da função regulatória e da função administrativa da bolsa, ainda há confusão sobre a origem do capital para a manutenção dos serviços regulatórios, a possibilidade de diminuição de lucros frente à regulação, dentre outras situações conflituosas.

Com ferramentas jurídicas a Bovespa pode mascarar a realidade concreta, e ao público tenta aparecer como exemplo de transparência, no mundo positivo, tudo se harmoniza, mas na relação concreta, averigua-se incongruências e a possibilidade de falta de limites.

O poder de polícia delegado às bolsas de valores basicamente reflete as regras para a negociação, condução e vigilância do cumprimento de suas próprias regras, na manipulação de mercado e finalmente na coibição de abusos, e finalmente na imposição de normas que regem a conduta dos membros do mercado

De qualquer forma, enquanto sociedade anônima, a bolsa deve ser administrada visando o aumento de receitas que advém das taxas e encargos das

negociações e redução de custos, a baixa rentabilidade leva a redução de investidores e queda de valor de suas ações, o que desencadeia o conflito de interesses.

Sob uma perspectiva de política pública a regulamentação incisiva das bolsas tem como intuito a proteção do mercado em si, a divisão de competências e os critérios de regulação que uma vez impostos por lei, pode ser a base para a solução de eventuais conflitos de interesse.

Para se proporcionar a melhor conciliação entre o particular e o coletivo, a Bolsa de Valores depende de submissão a normas e orientações para a execução de seus próprios procedimentos.

Diferente do que ocorreu em outros países, como nos Estados Unidos, as Bolsas de São Paulo não conheceram uma concorrente interna, considerando-se a perda da potência da Bolsa do Rio de Janeiro na década de 1980 como já explicitado.

Segundo os autores Hart e Moore¹⁰⁹, existem dois fatores críticos incidentes sobre as bolsas em qualquer das modalidades organizacionais, mutualística ou empresarial, o primeiro diz respeito a maior ou menor diversidade dos membros e o segundo se refere ao grau de competição que a bolsa está sujeita.

Uma bolsa de valores pode ser mais eficiente quando seus membros forem mais homogêneos, respeitando-se um só padrão, e menos eficientes quando sujeita a um grau de competição mais intenso, com acerto Marcey e O'Hara afirmaram que "as trocas econômicas envolvendo valores mobiliários tornaram-se um produto, um processo estandardizado, cujo sucesso é aferido pela simples métrica do custo de transação"¹¹⁰.

No que se refere à distribuição de ganhos, há notáveis diferenças de uma bolsa desmutualizada e outra mutualizada. No caso da desmutualização, a bolsa como entidade empresarial pode transferir diretamente seus recursos a seus sócios, e compensar a geração de lucro pela cobrança de valores mais altos pelos serviços prestados proporcionando assim um maior excedente a ser dividido, já pelo modelo

¹⁰⁹ Saha, Subhashish, Stock Exchange Demutualization and Self Regulation. Indian Institute of Capital Markets 9th Capital Markets Conference Paper. 2005. p.53 Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=877806>. Acesso em: 02 de fev 2007.

¹¹⁰ MARCEY e OHARA, *From markets to venues: securities regulation in an evolving world*, *Santanford Law Review*, 58/564

de associação mútua de corretores não há interesse na distribuição de dividendos, os serviços advêm do trabalho das corretoras junto a seus clientes.

Em momentos de crise econômica, como o caso da queda do mercado de capitais em 1971 em decorrência da crise do petróleo, ou o congelamento de preços do Plano Cruzado de 1986, a queda nas operações da Bolsa levam investidores a quebra, trabalhadores ao desemprego, causando distúrbios na economia.

O caráter de monitoramento, regulação e fiscalização do mercado sempre foram e ainda serão muito fortes nas bolsas que desempenham papel fundamental na garantia da transparência e na credibilidade do mercado de ações.

Porém, não se pode negar que, como sociedade anônima, a Bovespa poderia de alguma forma se privilegiar, favorecer suas ações e manipular o mercado de capitais, já que tem poderes para tanto. Está aberta uma possibilidade de conflito de interesses comerciais diante da atividade lucrativa e de seu poder de regulação do mercado.

De certo, na bolsa de valores pode-se observar a circulação do poder econômico, pois como organização empresarial ela participa como agente ativo no mercado e poderia aproveitar-se de sua condição para a obtenção de lucros e favorecer a negociação de suas próprias ações.

Ainda que sob a supervisão dos órgãos reguladores, a bolsa acaba por transferir a seus membros as regras de condução de seus negócios e as práticas de autorregulação e de governança corporativa.

Diante desta função de interesse público, é dever das bolsas de valores evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores negociados no mercado, além de assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Tais fundamentos visam assegurar os elevados padrões éticos nas negociações realizadas em seus recintos em defesa da lisura de mercado, as bolsas têm poderes para adotar medidas de proteção a seu patrimônio, dentre elas as de fixar níveis de garantia para operações e estipular depósitos e margens de garantia de operações realizadas pelas corretoras membros, por cuja liquidação essas instituições se responsabilizam.

Instituída como uma sociedade anônima de fins lucrativos, a BM&f BOVESPA S/A não mais se basta como local de circulação de poder econômico, mas ela

própria participa da luta pelo poder, da exploração do mercado, daí a possibilidade de abusos e a relevância de se estudar uma situação que atinge a todos direta ou indiretamente.

O próprio instrumento da Organização Internacional das Comissões de Valores - IOSCO¹¹¹ estipula que:

A função regulatória e de interesse público das bolsas pode ter contrastes com a alteração da sua natureza como sociedade anônima, uma vez que seu principal objetivo passa a ser a geração de receitas e lucro. Este tipo de conflito de interesse sempre existiu, especialmente quanto a função de seus membros de definir regras de interesse público que podem ser contrárias a seus interesses comerciais, assim como da fiscalização destas regras.

A bolsa deve proteger o interesse de seus acionistas, aqueles que têm acesso ao sistema de negociação, bem como aqueles que participam da administração da instituição, mas, além disso, a bolsa ainda deve proteger o mercado de valores.

A aplicação do poder regulador da bolsa como entidade autorreguladora, alcança situações, em que hora atua na regulação dos intermediários, pregões, sistemas, operações, regras de negociação, procedimentos de custódia, compensação e liquidação, padronização de valores mobiliários e condução de investigações; e, horas atua com penalidades em caso de condutas abusivas ou fraudulentas em desfavor do mercado.

Daí a perquirição desta pesquisa, a averiguação dos limites do poder econômico da nova Bolsa de Valores.

O processo de desmutualização consiste na transformação de uma pessoa jurídica que não tinha fins lucrativos em uma sociedade empresária com interesses comerciais e que, portanto, visa à distribuição de lucros.

Sob a nova estrutura de sociedade anônima, a BM&F BOVESPA S/A busca resultados financeiros que atendam as crescentes expectativas do mercado e poderia, em tese, induzir a privilegiar o fomento de suas ações em detrimento da necessária e rigorosa fiscalização do mercado.

¹¹¹ IOSCO: Issues Papers on Exchange Desmutualization. IOSCO. Madri, 2001.p. 6.

4 OS CONTRASTES ENTRE A FINALIDADE LUCRATIVA DA BOLSA E SUA FUNÇÃO REGULATÓRIA.

4.1 DO CONFLITO DE INTERESSES

O eterno duelo entre o interesse público e privado leva à discussão da consagração de poderes de monitoramento e controle do mercado de valores mobiliários nas mãos visíveis da Bolsa de Valores por meio da autorregulação.

As bolsas que seguiram a desmutualização e se estabeleceram como sociedades anônimas abertas sofreram uma transformação não só jurídica, mas também econômica, pois uma vez organizações empresariais, devem trabalhar para conciliar custos de transação e custos de agência.

É possível se questionar até que ponto uma empresa privada mantém o rigor normativo do sistema da autorregulação ao enfrentar uma crise, e qual seria o limite de controle de mercado por uma entidade privada.

A função de regulação de mercado envolve corretoras, sociedades anônimas e as regras de listagem, envolvendo participantes diretos e indiretos (aqueles que embora não invistam em ações são afetados pela variação de mercado).

Lucro *versus* regulação podem levar a atritos desnecessários entre as bolsas e clientes/investidores, daí a avocação desta função por autoridades governamentais.

Como empresa aberta, a Bolsa paulistana passa a concorrer no mercado internacional, acirra-se a competição tecnológica e organizacional entre estas instituições, o que acaba por desencadear fusões e integrações com organizações internas e externas, formando-se verdadeiros conglomerados no mercado de valores mobiliários, diante da perspectiva de eficiência e lucratividade.

Esta é, de fato, uma tendência mundial, de forma que as principais bolsas do mundo passaram por este processo e por diversas integrações e fusões, formando inclusive bolsas intercontinentais.

Como exemplo, pode-se citar dois casos que envolvem a atuação da Bolsa de Nova Iorque, “*Gordon v. New York Exchange*” e “*Silver v. New York Exchange*”, o primeiro deles diz respeito à contestação de investidores sobre os critérios de corretagem que deveriam ser cobradas por seus membros por operações inferiores

a mil ações ou US\$ 500.000,00 e, no caso, os tribunais americanos decidiram a favor da bolsa rejeitando a aplicação da lei de concorrência vez que a SEC até então não havia criado obstáculos a estas cobranças.

Já no segundo caso, duas corretoras não associadas a NYSE firmaram pactos com membros daquela bolsa no que se referia a conexões telefônicas diretas para mesas de operação, firmado o negócio, posteriormente, usando de meios, ditos regulatórios, a bolsa proibiu a contratação de membros externos e assim rescindiu o contrato.

As corretoras acusaram a NYSE de práticas anteconcorrências e a Suprema Corte decidiu a favor das autoras, fundamentando que o método de autorregulação não apresentava justificativas para a proibição, baseando-se ainda nos princípios *do Security Exchange Act.* - SEC.

Revestida de natureza empresarial a Bolsa de Valores continua a prestar os mesmos serviços, porém sob uma nova estrutura de governança, com diferentes órgãos, atividades segregadas envolvendo diretoria, conselho de administração e demais órgãos implementados em toda e qualquer sociedade anônima.

Em vista da desmutualização as bolsas passam a exercer papel duplo de reguladas e reguladoras e, neste aspecto, permanecem munidas de poder para regular seus competidores, o controle societário e empresarial da bolsa empresa permanece nas mãos de grupos e pessoas com interesses individuais, o controlador ou mesmo os acionistas não são movidos pelo mesmo espírito de cooperação mutualístico.

Alem do conflito inerente entre as relações de interesse privado e coletivo, há de se elucidar outros que dele derivam, dentre os quais se pode destacar questões envoltas à qualidade e quantidade de investimento, entre a administração da bolsa e a implementação de suas regras operacionais, sobre concorrência entre bolsas e outros derivados da autolistagem.

O impasse entre o poder disciplinador e operação de compra e venda de suas próprias ações no mercado pode levar a uma crise institucional da bolsa de valores. O lucro das bolsas se origina dos emolumentos (preços pagos por operação), ou seja, a captação de recursos que levam a lucratividade a ser distribuída entre os acionistas decorre da negociação de valores mobiliários. A lógica é simples quanto mais operações, maior a captação de recursos, mais dividendos a serem distribuídos.

A disciplina das atividades operacionais é dada pela própria bolsa de valores, ou seja, ela regulamenta a matéria e julga, ao menos em primeira instância aqueles que se sintam prejudicados nas operações, patente o conflito.

Desta forma, sua atuação sob a fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários deve tentar harmonizar seu poder disciplinar no que diz respeito a condução de processos de investigação e sanção destes agentes e sua atividade operacional perante sua atividade empresarial e lucrativa.

Há de se notar ainda que como reguladora, a bolsa deverá tomar decisões de interesse público que possam vir a contrariar o interesse de seus acionistas, pois, no mais das vezes, a bolsa deverá impedir a circulação de determinados títulos, fiscalizar a emissão, enfim, atos que implicariam na diminuição do volume de negociação.

A Bolsa tem o dever de coibição das manipulações de mercado, herança de sua estrutura social como associação civil podendo, inclusive, cancelar compras e vendas de valores mobiliários, cabendo a ela o controle de concentrações excessivas.

Sendo uma entidade empresarial as decisões operacionais ficam a cargo daqueles que isoladamente, ou em conjunto, detém o poder político da BM&F BOVESPA S/A.

A atividade regulatória, de um modo geral tem a mesma fonte de custeio da atividade operacional, os custos são em regra bancados pela bolsa, e a administração da receita passa pela administração, e, por tal razão, não há de se olvidar da possibilidade de desvio de tais verbas de acordo com as necessidades empresariais da bolsa, ou mesmo para elidir emergências.

Enquanto associação civil a Bolsa detinha o monopólio da organização e administração de compra e venda de valores mobiliários, com a evolução tecnológica, investidores nacionais puderam abrir seu capital em qualquer bolsa do mundo, sem maiores dificuldades, o mercado se interligou internacionalmente.

Este fato provocou o estímulo da concorrência entre bolsas. Diante da competitividade internacional, as empresas conheceram a possibilidade de investir em ações circulantes em diversas bolsas espalhadas ao redor do mundo, o que

impulsionou investimento em tecnologia, organização empresarial em níveis de governança e desenvolvimento em âmbito global ¹¹².

A circulação internacional de investimentos, a possibilidade de cotação de ações de uma bolsa nacional em mercado estrangeiro afeta, diretamente, a evolução do mercado econômico de um país e revela-se como verdadeira questão de interesse público. A abertura do mercado externo é tema de regulação econômica, fato este que por si só exigiria não só um controle individual, mas sim público.

Há de se notar neste sentido que a bolsa pode fixar regras que prejudiquem seus concorrentes a seu favor, usar tendenciosamente seus poderes de investigação, adotar práticas administrativas que prejudiquem concorrentes, usar de informações confidenciais em seu benefício.

A desregulamentação do mercado, desde o Big Bang inglês também influencia no aumento da concorrência entre as bolsas, o que acaba por impulsionar a atividade empresarial destes institutos e a busca da lucratividade de modo a tentar assim conquistar mais investidores, o que os economistas chamam de “clientela”, daí pode-se observar que a desregulamentação do mercado acaba por gerar a instabilidade.

Ainda se nota que como empresa a bolsa se estabelece como verdadeira fornecedora de serviços de organização e administração, o tratamento que se dá a ações, mercadorias e contratos futuros é o de produtos em prateleiras para a atração do público em massa.

A concorrência internacional entre as bolsas se acelerou e, para a “captação de sua clientela”, estas competem no mercado por meio da redução de taxas e custas, tornando assim as negociações mais atraentes aos investidores aqui vistos como consumidores de seus serviços.

Em havendo redução desregrada destas custas, a própria entidade pode sofrer prejuízos e suas ações listadas perderem o valor em queda de índices o que pode levar a descredibilidade do mercado e, novamente a insegurança, os custos operacionais, a facilidade de acesso dos investidores, e todo o sistema de negociação da bolsa impacta na eficiência operacional e alocacional do mercado.

¹¹² Nacionalmente a Bolsa de São Paulo não conhece concorrência interna.

Tomada esta premissa tem-se outra possibilidade de conflito entre o poder de monitoramento e a limitação e regulação dos produtos negociados, o que pode ocorrer quando, por exemplo, a bolsa depare-se com a necessidade de tomar uma decisão entre a interrupção da comercialização de um produto ou serviço por ela oferecido.

Outro ponto, diz respeito a possível necessidade de proibição de determinado produto que pode resultar em uma perda potencial de receitas ou de um custo de oportunidade, podendo afetar diretamente o potencial de vendas, ou seja, de uma forma geral ao prejuízo, o que evidencia o conflito.

Quanto à listagem de empresas, pode-se observar duas hipóteses de conflito, a primeira se refere aos reflexos da abertura do capital, uma vez transformada em sociedade anônima com ações que circulem no mercado secundário, a Bolsa tem o poder de instituir as regras de listagem de acordo com as suas perspectivas, já que está a elas submetida.

A segunda se refere à conservação de sua imparcialidade no monitoramento de suas próprias ações no mercado, a Bolsa Supervisora fiscaliza a Bolsa Empresa, a Bolsa de Valores negocia suas ações e presta serviços a si mesma, o que no mínimo aparenta ser contraditório.

Neste contexto existe a inerente dificuldade de manutenção da neutralidade da administração das bolsas, a situação ainda fica mais complexa quando se trata da remuneração dos administradores enquanto a entidade estiver atrelada a indicadores de desempenho, estipulação de metas, o que pode gerar conflitos.

Vive-se a tendência das integrações entre bolsas, capaz de criar mercados monopolizados e, por certo, resta não à bolsa, mas ao poder público o dever de se alertar para tais possibilidades e buscar meios de frear então a possibilidade de dominação externa do mercado nacional.

Neste sentido, o governo britânico ao reconhecer a possibilidade de conflito de interesses advertiu que se a bolsa age como empresa a competir em mercado internacional, a ela não se deve delegar o poder regulador do mercado de capitais tendo repassado este poder à *Financial Services Authority* - FSA.

Independentemente da forma de regulação utilizada, a maioria dos mercados partem de uma série de preocupações e objetivos semelhantes, inclusive no que tange a eleição de fundamentos para mercado e reguladores que solidifiquem as perspectivas de um mercado global.

4.2 GESTÃO DOS CONFLITOS – DA REGULAÇÃO DE MERCADO

Demonstradas as possibilidades de conflitos de interesses inerentes à nova estrutura das bolsas que optaram pela abertura de seu capital, vale analisar as formas de controle e gestão para, ao menos, amenizar os eventuais conflitos entre lucro privado *versus* interesse público

As atividades reguladoras podem se dividir em: (i) correção, pela qual as instituições privadas são instadas a assumir o papel regulador de acordo com os princípios instituídos em lei, aplicados por uma agência governamental; (ii) regulação por delegação quando o Poder Público delega os poderes regulatórios a agentes privados por reconhecer sua especialidade; e (iii) regulação privada normatizada, caso em que a autorregulação é levada a cabo pelos agentes privados, mas que subsequentemente tem seus comandos reconhecidos pela ordem jurídica.

A Bolsa guarda consigo o dever de fiscalização e de coibição das manipulações de mercado, herança de sua estrutura social como associação civil, podendo, inclusive, cancelar compras e vendas de valores mobiliários, cabendo a ela o controle de concentrações excessivas.

A mudança de cenário de convergência de interesses para o de concorrência de canais de negociação de valores mobiliários leva a uma disputa pela boa colocação neste mercado o que provoca uma mudança da natureza da relação entre a bolsa e seus agentes, antes pautado na comunhão de interesses, e agora centrado na prestação de serviços pelo ganho de emolumentos

A crescente concorrência global e outros fatores que aumentam os conflitos inerentes a um sistema de autorregulação de mercado, uma vez que enquanto a Bolsa se volta à finalidade lucrativa, sua função regulatória pode sofrer abalos, cabendo ao direito a instituição de meios de controle jurídicos, e talvez até políticos de proteção do mercado.

.Os incentivos para adoção de uma norma interna de uma bolsa variam conforme seu poder de mercado, características de seus membros e processo decisório, sendo assim, tais fatores devem ser avaliados pelo Estado na heterorregulação do mercado, como forma de controlar a possibilidade da autorregulação contrariar ao interesse público, assim, tem-se a aplicação de sistemas alternativos de gestão destes conflitos.

Cita-se os conselhos de mercado, ou ainda pela intervenção do Estado, seja de forma direta, seja por intermédio de órgãos reguladores, trata-se do denominado “modelo legal”, pelo qual se estabelece controle jurídico externo às atividades bursáteis, exercido pelo Estado, este sim regulador do mercado conforme as necessidades do interesse coletivo.

O desenvolvimento do controle legal pode se dar através de dois sistemas, o de supervisão estatal e o de intervenção direta do Estado no mercado de valores mobiliários como um todo.

4.2.1 Dos comitês / conselhos de mercado

A primeira forma que pode-se citar de gestão de conflitos é a instalação de Comitês de Conflitos, órgãos de deliberação, constituídos com a finalidade de solucionar questões que envolvam a bolsa como entidade lucrativa e as demais empresas listadas, ou qualquer outro decorrente da mudança de sua finalidade.

Tais comitês têm por característica a imparcialidade e seus objetivos consistem basicamente, mas não exclusivamente, na revisão geral dos atos praticados e negócios desenvolvidos entre bolsa e empresas listadas, de forma a estabelecer uma espécie de solução hierárquica. O próprio Comitê estaria vinculado hierarquicamente à entidade reguladora seja ela estatal ou mista, cabendo a estas a supervisão de suas avaliações.

A composição destas comissões envolveria pessoas ligadas tanto à Bolsa, quanto aos investidores, aos corretores e ao Estado, além da participação de pessoas envolvidas com o mercado, o comitê deve pautar-se na formação democrática, de forma a assegurar a independência do órgão abrangendo o maior número de interesses possíveis¹¹³.

No Brasil, quando dos estudos e propostas para desenvolvimento de mercado de capitais, chegou a ser proposto a criação de Conselho de Mercado de Capitais cuja finalidade seria a de orientar as ações de desenvolvimento de mercado, e exercer função normativa, sendo que seus cargos seriam ocupados pelo Ministro da Fazenda como presidente, e como demais membros o ministro do

¹¹³ COSTA, Luis César Amad. Poder regulamentar das autarquias normatizadoras das atividades do mercado financeiro e de capitais. In: *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. Coordenador Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999. p. 62.

planejamento, presidente do Banco Central, da Comissão de Valores Mobiliários,- CVM representantes da Bolsa, bem como de outras empresas da iniciativa privada, todavia, tal proposta não teve repercussão e êxito na política local, e a idéia foi abandonada.¹¹⁴

4.2.2 Da supervisão estatal

O mercado pode ser regulado e fiscalizado por uma entidade estatal independente e autônoma, a quem se dedicariam os poderes de controle das ações, das bolsas e a vigilância de empresas listadas, investidores e todos os demais envolvidos.

Trata-se, pois, de um sistema misto, pelo qual em que pese a admissão da autorregulação do mercado pelas bolsas, porém existe uma entidade governamental encarregada do controle das atividades do mercado, agindo como entidade hierarquicamente superior.

Três tipos de sistema podem ser citados, o primeiro deles diz respeito a uma intervenção preponderante do Estado, sem, contudo excluir a autorregulação, de forma que o papel da bolsa como a entidade auto-reguladora é estrita às áreas necessárias como regulação dos mecanismos de negociação, sendo que a lei é quem delimita sua atuação.

O segundo sistema demonstra ser um tipo mais maleável de forma que a bolsa tem maior liberdade para estruturar sua organização e funcionamento e, finalmente, um terceiro modelo diz respeito aos ditos modelos cooperativos que se destacam pelo modelo regulatório difuso que garantem ampla responsabilidade à bolsa e os compartilha com a agência estatal, tal sistema reflete o processo de agencialização como forma de descentralização do poder estatal, mediante a delegação, o que foi seguido pelo Brasil quando da criação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Desta forma permite-se que o governo aja como superintendente do mercado, com autoridade de supervisão, sem intervenções diretas, apesar da regulamentação, cada grupo mantém a autoridade para regular e fiscalizar as suas próprias operações, de acordo com este nível de regulamentação, e ao Estado cabe a

¹¹⁴ COSTA, op. cit., p. 60.

supervisão como autoridade final em que pode sobrepor-se ao grupo de propostas de regulação ou de impor regras e regulamentos que se considerem justificados.

Estas organizações regulatórias estão ligadas diretamente ao mercado e, ordinariamente, são conduzidas pelas bolsas de valores, forma de controle interno, e também externo, podendo ser punidas caso não exerçam o poder-dever de regular seus membros.

Exemplo deste tipo de relação advém da *Securities and Exchange Commission*, modelo imposto pelos Estados Unidos após a crise de 1929 por meio do “*Securities Acts*” de 1933 que estabelecia regras sobre o mercado primário de ações e o “*Securities Exchanges Act*” que disciplina o mercado secundário, marco da regulação governamental das Bolsas.

Com a criação da SEC – “*Securities Exchange Commission*”, entidade federal encarregada da regulação do mercado, as bolsas americanas passaram a ser supervisionadas seja no aspecto ético (como por exemplo na coibição de fraudes) seja pelo aspecto jurídico-econômico (incentivo a competição no mercado), de forma a proteger investidores e o interesse público ¹¹⁵.

¹¹⁵ Section 6 SEC/1934: Determination by Commission requisite to registration of applicant as a national securities exchange:

An exchange shall not be registered as a national securities exchange unless the Commission determines that--

1. *Such exchange is so organized and has the capacity to be able to carry out the purposes of this title and to comply, and (subject to any rule or order of the Commission pursuant to section 17(d) or 19(g)(2)) to enforce compliance by its members and persons associated with its members, with the provisions of this title, the rules and regulations thereunder, and the rules of the exchange.*

2. *Subject to the provisions of subsection (c) of this section, the rules of the exchange provide that any registered broker or dealer or natural person associated with a registered broker or dealer may become a member of such exchange and any person may become associated with a member thereof.*

3. *The rules of the exchange assure a fair representation of its members in the selection of its directors and administration of its affairs and provide that one or more directors shall be representative of issuers and investors and not be associated with a member of the exchange, broker, or dealer.*

4. *The rules of the exchange provide for the equitable allocation of reasonable dues, fees, and other charges among its members and issuers and other persons using its facilities.*

5. *The rules of the exchange are designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices, to promote just and equitable principles of trade, to foster cooperation and coordination with persons engaged in regulating, clearing, settling, processing information with respect to, and facilitating transactions in securities, to remove impediments to and perfect the mechanism of a free and open market and a national market system, and, in general, to protect investors and the public interest; and are not designed to permit unfair discrimination between customers, issuers, brokers, or dealers, or to regulate by virtue of any authority conferred by this title matters not related to the purposes of this title or the administration of the exchange.*

6. *The rules of the exchange provide that (subject to any rule or order of the Commission pursuant to section 17(d) or 19(g)(2)) its members and persons associated with its members shall be appropriately disciplined for violation of the provisions of this title, the rules or regulations thereunder, or the rules of the exchange, by expulsion, suspension, limitation of activities, functions, and*

A SEC é quem determina ainda que as regras da bolsa devem prevenir fraudes, manipulações, promover o respeito aos princípios do comércio e promover a cooperação e a coordenação das pessoas envolvidas no mercado.

Cabe esclarecer que no mercado americano, exemplo seguido pela Bolsa brasileira, as bolsas praticam a segregação de funções, ou seja, dentro da mesma entidade se dividiu a atuação negocial e a regulatória, criando-se para tanto pessoas jurídicas autônomas cujo capital é subsidiado pela bolsa, nomeando-as como organizações de autorregulação, ou Organization Self Regulation- SRO.

Em sua forma mais completa tal sistema permite que a instituição auto-reguladora resguarde o dever de criar, modificar, implementar e fazer cumprir as

operations, fine, censure, being suspended or barred from being associated with a member, or any other fitting sanction.

7. The rules of the exchange are in accordance with the provisions of subsection (d) of this section, and in general, provide a fair procedure for the disciplining of members and persons associated with members, the denial of membership to any person seeking membership therein, the barring of any person from becoming associated with a member thereof, and the prohibition or limitation by the exchange of any person with respect to access to services offered by the exchange or a member thereof.

8. The rules of the exchange do not impose any burden on competition not necessary or appropriate in furtherance of the purposes of this title.

9. The rules of the exchange prohibit the listing of any security issued in a limited partnership rollup transaction (as such term is defined in paragraphs (4) and (5) of [section 14\(h\)](#)), unless such transaction was conducted in accordance with procedures designed to protect the rights of limited partners, including--

- A. the right of dissenting limited partners to one of the following:*
 - i. an appraisal and compensation;*
 - ii. retention of a security under substantially the same terms and conditions as the original issue;*
 - iii. approval of the limited partnership rollup transaction by not less than 75 percent of the outstanding securities of each of the participating limited partnerships;*
 - iv. the use of a committee of limited partners that is independent, as determined in accordance with rules prescribed by the exchange, of the general partner or sponsor, that has been approved by a majority of the outstanding units of each of the participating limited partnerships, and that has such authority as is necessary to protect the interest of limited partners, including the authority to hire independent advisors, to negotiate with the general partner or sponsor on behalf of the limited partners, and to make a recommendation to the limited partners with respect to the proposed transaction; or*
 - v. other comparable rights that are prescribed by rule by the exchange and that are designed to protect dissenting limited partners;*
- B. the right not to have their voting power unfairly reduced or abridged;*
- C. the right not to bear an unfair portion of the costs of a proposed limited partnership rollup transaction that is rejected; and*
- D. restrictions on the conversion of contingent interests or fees into non- contingent interests or fees and restrictions on the receipt of a non- contingent equity interest in exchange for fees for services which have not yet been provided.*

As used in this paragraph, the term "dissenting limited partner" means a person who, on the date on which soliciting material is mailed to investors, is a holder of a beneficial interest in a limited partnership that is the subject of a limited partnership rollup transaction, and who casts a vote against the transaction and complies with procedures established by the exchange, except that for purposes of an exchange or tender offer, such person shall file an objection in writing under the rules of the exchange during the period during which the offer is outstanding.

regras de conduta que estejam sob a sua competência que, em regra, recebe tais poderes por lei.¹¹⁶

Por cuidar de interesses coletivos, a atividade das organizações autorregulatórias devem seguir regras de transparência, padrões de comportamento, confidencialidade e equidade processual assegurando a publicidade dos procedimentos ativos, de políticas de regulação e das bases de dados.

O vínculo entre uma SRO e seus participantes pode ser contratual, o que permite maior flexibilidade e a oportunidade de agir mais rapidamente diante de um fato que impacte o mercado. No modelo americano puro, as entidades supervisoras foram organizadas pelo próprio governo que investiu na criação de entidades autorregulatórias, todas vinculadas à supervisão da SEC.

A personalidade jurídica de uma entidade autorreguladora é destacada das bolsas, porém, de certa forma podem se subordinarem ao controle acionário, ou pela participação de seus membros em cargos em conselhos e demais órgãos deliberativos.

Conforme as disposições da secção 15A da Lei da SEC de 1934 uma entidade autorregulada deve ter representação eqüitativa, visando proporcionar um procedimento justo para disciplina de membros, evitando-se fraudes e a manipulação de atos e práticas, visando a promoção equitativa dos princípios do comércio, a fim de fomentar cooperação e coordenação com as pessoas envolvidas na regulação, compensação, liquidação, e o processamento das informações no que diz respeito a transações de valores mobiliários.

Neste aspecto, pode-se citar como exemplo histórico de supervisão, a relação entre a Bolsa de Nova Iorque e a SEC, por intermédio de uma entidade auto-regulatória.

A Bolsa de Nova Iorque instituiu uma entidade controlada voltada para a regulação de mercados, com atividade distinta da administração e operação, a

¹¹⁶ Em conferencia da IOSCO datada de 03 de setembro de 2007, foi desenvolvido projeto para estudos sobre modelo de regulação eficaz destacando como elementos essenciais, os conhecimentos especializados, a motivação da indústria, relações contratuais, transparência e flexibilidade, responsabilidade, coordenação e partilha da informação.

“NYSE regulamento”, associação sem fins lucrativos cuja direção é outorgada a um conselho independente¹¹⁷.

A Bolsa de Nova Iorque recebeu oficialmente o poder regulamentar com a obrigação de disciplinar as condutas de seus membros, e iniciou a implementação dos procedimentos de governança corporativa de forma a assegurar a participação equitativa dos membros na composição do conselho deliberativo que deveriam contar com representantes tanto dos emissores quanto dos investidores.

Em 1975, a SEC sofreu alterações pelo *Securities Acts Amendments*, aumentando seus poderes sobre a Bolsa e a Nasd, garantindo que toda e qualquer norma destas entidades passassem pelo seu crivo, a possibilidade de estabelecer normas sobre capital mínimo para *broker-dealres*, além de se promover ao início do que se chamou de Mercado Central de Títulos¹¹⁸.

Neste contexto, há de se lembrar de outro exemplo crucial de gestão de conflitos, o modelo criado para a NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) entidade que fez a opção de criar o NASD, entidade distinta e independente com função regulatória, buscando na melhora da qualidade do sistema uma oportunidade de melhora dos negócios.

De fato, o NASD pode ser a única entidade autorreguladora completamente distinta de sua antiga função de câmbio (NASDAQ), com a finalidade de coibição do risco de múltiplos órgãos reguladores que levariam a contradições, em conformidade com a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO).

Vale ressaltar que o sistema de autorregulação nos mercados de valores mobiliários dos Estados Unidos manteve-se forte, e refletiu no poder legislativo a aceitação e deferência para com o sistema de livre iniciativa.

O modelo de supervisão também foi utilizado na Inglaterra, país da liberdade das bolsas e da autorregulação. O governo britânico, atento para esta

¹¹⁷ Disponível em: <http://www.nyse.com/regulation/nyse/114005521te_8141.html>. Acesso em: 4 de mar de 2008

¹¹⁸ Com algumas modificações, o modelo foi utilizado pelas bolsas de Nova Iorque alguns países da Ásia e na Austrália.

possibilidade de conflito reconheceu que se a Bolsa concorre internacionalmente ela não deve receber por delegação o poder regulador do mercado de capitais¹¹⁹.

No ano de 2000, foi instituída a *Financial Services Authority* - FSA¹²⁰ que substituiu a autorregulação das nove organizações de autorregulação do mercado, neste processo a London Stock Exchange (LSE) foi perdendo o controle exclusivo de regras e responsabilidades pela listagem e policiamento do mercado inglês.

A criação da FSA refletiu a quebra do paradigma do mercado liberal do Reino Unido, a partir que desloca matérias de tal importância ao Estado, influenciando, inclusive, a direção de outros países.

A desmutualização da Bolsa de Londres e a criação da FSA tem sido visto como uma forma de se afastar a autorregulação do mercado de maneira a se proporcionar a centralização do sistema normativo.

A FSA instituiu normas baseadas em princípios de economia e direito buscando o preenchimento de lacunas por meio da criação das melhores práticas de mercado, e ainda garante o resguardo de informações e proporciona orientações ao público em geral.¹²¹

Este tipo de alteração passa por um reflexo das mudanças sociais, alterando-se a atuação da forma de política social, esboçando-se uma preocupação quanto a aplicação dos recursos necessários ao desenvolvimento das organizações de autorregulação, o que poderia suscitar dúvidas sobre a integridade.

Os opositores da autorregulação das bolsas, mesmo diante da organização das entidades de autorregulação, argumentam que por tal razão ainda existe a possibilidade de conflitos de interesse entre atividades comerciais e regulamentares, visto que em contraposição a função de autorregulação, as bolsas podem estar famintas de recursos.

Por não se vincular a um conjunto lei, uma SRO pode personalizar comportamento além do que é meramente jurídico, para o que é benéfico para a continuação do bom funcionamento do mercado.

É o interesse público, na manutenção do mercado que impõe a construção de meios de gerenciamento de conflitos, elegendo dentre eles a nomeação de

¹¹⁹ Carson, John W., *Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?* (December 2003). World Bank Policy Research Working Paper No. 3183. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=636602>>. Acesso em 30 abr de 2009.

¹²⁰ Entidade não-governamental independente

¹²¹ FSA . Consulta Livro 06/14, *Aplicação MiFID para Empresas e Mercados*, 2006.

administradores independentes, a fim de alinhar o autointeresse dos investidores, da bolsa ao desejo de um mercado justo.

A supervisão governamental pode investigar e conhecer as deficiências do sistema de modo a assegurar o interesse público, mas isto em última via, como uma arma ativada para casos de emergência caso seja necessário.

Os princípios da regulação supervisionada devem se adequar aos parâmetros traçados pela IOSCO como a necessidade de garantia ofertada e assegurada de imparcialidade e confidencialidade no exercício de seu poder fiscalizatório, bem como da integridade das negociações por meio de medidas de justiça e regras de equidade.

As atividades governamentais de supervisão devem incluir a garantia de transparência, permitindo ao público uma oportunidade de apresentar observações em regra propostas; a definição de parâmetros claros para a conduta e, na medida do possível, tornar público o resultado de eventuais medidas de execução, o envio de relatórios periódicos à entidade pública supervisora, e a capacidade dar ao público participante a oportunidade de solicitar investigações disciplinares.

Conflitos entre as funções reguladoras e operacionais podem reduzir substancialmente a sua capacidade de autogovernar, a supervisão do mercado pode ser um meio de fortalecer o aumento de controle das iniciativas empresariais conformando-as ao interesse público.

A revisão de recursos e orçamentos da entidade de supervisão deve considerar a reprogramação de meios de gestão de conflitos de interesse, o exame específico do tratamento de listagem, a vigilância dos pontos eventualmente conflituosos e o acompanhamento das bolsas solidez financeira e viabilidade.

A supervisão do Estado deve levar em conta a proteção do interesse público de forma a agir com a devida independência de forma a desempenhar as suas funções eficazmente para evitar danos à reputação até mesmo da própria Bolsa¹²².

Deve-se evitar a sobreposição de normas e a duplicação de esforços do regulador e do autorregulador, distribuindo-se os esforços de forma harmônica.

¹²² Os E.U.A. No mercado futuro, o
National Futures Association executa esta função
 para várias Bolsas de Valores.

4.2.3 Da Intervenção Direta.

Em havendo avarias na fiscalização do mercado a entidade governamental pode agir positivamente a fim de garantir sua regulação, e garantir a eficácia das normas e a segurança do sistema judiciário, inclusive para responsabilização das próprias bolsas e outras entidades autorreguladoras.

Neste sistema, a autorregulação pode ser limitada, supervisionada, ou simplesmente inexistente, cabendo ao governo a responsabilidade ativa sobre todas as regras regulamentares de execução e de supervisão das atividades de mercado de valores mobiliário.

Atualmente, países do sul da Europa e da Ásia revelam uma tendência pelo mercado regulamentar. Já em países do Norte, como nos do Centro da Europa as bolsas detêm uma autonomia considerável frente ao Estado que intervém o mínimo possível na regulação no mercado de valores mobiliários. Já nos países do Sul da Europa, as Bolsas são autônomas no que se refere a sua gestão interna, mas são supervisionadas pelo Estado no que se refere a sua posição quanto a defesa dos interesses públicos e de regulação do mercado¹²³.

Com a desmutualização das bolsas nota-se a tendência de conflitos de interesse em decorrência da concentração de poderes de regulação nas mãos de um ente privado, daí o destaque que leva a retomada de controle do mercado pelo Estado.

A intervenção estatal no mercado é de extrema importância, pois, tem por uma de suas finalidades a garantia da confiança do público na própria Bolsa, o Estado pode intervir na Bolsa seja de forma direta, seja para prover decisões ou revertê-las, ou ainda, para assumir a própria função de intercâmbio de valores mobiliários.

Ainda sob a veia intervencionista, na China, por lei, foi determinado aos Conselheiros e Administradores da Bolsa, que em havendo conflitos de interesse entre o público e o privado, aquele deve prevalecer

¹²³ EIZIRIK, Nelson e WALD, Arnold. O Regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 61. p. 17.

No que tange a intervenção direta do Estado, países como Alemanha, ou outros de mercado em desenvolvimento crescente como Hong Kong, Singapura e Tailândia, optou-se por manter a mão estatal sobre os ombros do mercado.

A Alemanha desenvolveu a regulação de mercado de forma interventiva, separando a bolsa em duas entidades, uma entidade de natureza pública com a função de monitoração de mercado, e outra entidade, de natureza privada a qual tem por função a operação do mercado.¹²⁴.

Em Hong Kong em que pese a bolsa de valores ter natureza empresarial, existe uma participação direta do Estado, por meio da nomeação de seus conselheiros, bem como pela imposição dirigida aos diretores de atuar conforme o interesse público¹²⁵.

Por certo, a forma de regulação varia de Estado para Estado, que podem optar por políticas de maior controle dos *broker-dealer*¹²⁶, de liquidação e compensação, listagem de agentes.

Hodiernamente, o mercado de valores mobiliários tem passado por uma evolução tecnológica, a desmutualização das bolsas de valores mobiliários foi um importante elemento desta quebra de paradigmas.

A arrecadação pública de valores para o investimento e desenvolvimento das empresas nacionais e estrangeiras que investem no Brasil faz girar a roda da economia, e diante de tal grandioso caráter, os agentes de mercado acabam por buscar estratégias comerciais, que acrescentam novos desafios para a vigilância e monitoramento do mercado.

A inibição da ocorrência de escândalos e fraudes na busca da manutenção da confiança do mercado leva ao questionamento sobre a eficácia do atual sistema regulamentar. Por tal razão, se verifica a necessidade de rever, aperfeiçoar e, considerar as alternativas para a reestruturação da regulação dos valores mobiliários.

¹²⁴ na Alemanha foi criado um organismo com diferentes departamentos responsáveis por valores mobiliários, incidindo sobre conglomerado fiscalização e as questões internacionais.

¹²⁵ Carson, John W., Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them? (December 2003). World Bank Policy Research Working Paper No. 3183. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=636602>>. Acesso em 30 abr de 2009. 19.

¹²⁶ . Qualquer pessoa ou empresa no negócio de compra e venda de valores mobiliários por si próprio e outros. SEC Broker / concessionários devem registrar as ordens dos clientes. Quando age como um broker, um corretor / concessionário executa ordens em nome do seu cliente. Já o dealer age em conta própria pode ser vendido aos clientes ou outras empresas, ou tornar-se uma parte da empresa de participações.

A revisão do sistema atual tem dentre suas expectativas a solução para apaziguar a possibilidade de conflito de interesses, de forma a identificar as deficiências e aperfeiçoar continuamente o controle do mercado de valores mobiliários e da própria Bolsa de Valores.

Outros meios de assegurar o desenvolvimento do mercado e de protegê-lo de eventual conflito é a imposição legal de limite aos sócios majoritários da Bolsa empresa, seja impedindo que o controle acionário fique restrito a uma pessoa ou um grupo, seja pela revisão das decisões dos conselhos deliberativos.

Podemos citar como exemplo de restrições aos acionistas majoritários, a estipulação de “*golden share*”, conforme ocorrido na Suíça, pela qual o governo resguarda para si o poder de impedir qualquer mudança de controle perante a Bolsa de Estocolmo, já que possui ações que lhe confere o poder de controle de voto da companhia.

Já na Austrália foi estabelecido o limite de 15% (de ações de controle sobre a Câmara de Liquidação e Custodia e sobre a Bolsa de Operação de Mercado, posta a relevância nacional destas entidades, resguardando ao governo australiano o direito de decidir sobre a aquisição de ações por estrangeiros da Bolsa Australiana.¹²⁷

A fiscalização do mercado garante a confiança dos investidores, e por conseqüência sua legitimidade e a integridade, é da confiança que decorre a variação de sua participação, de forma que o aumento ou a diminuição do poder de autorregulação da bolsa revela mudanças significativas na estrutura econômica estatal.

Para dirimir os riscos de conflito a entidade reguladora pública pode receber poder de direção para a solução dos mesmos, ou comissões podem ser criadas para a cuidar de conflitos de relacionamento com as sociedades listadas.

Há de se reconhecer que a bolsa de valores tem papel fundamental no desenvolvimento do mercado de ações, é centro do capital e do processo de formação do desenvolvimento econômico.

De fato, a bolsa não só opera papéis aproximando vendedores e compradores, mas também é importante fonte de norma para facilitação do

¹²⁷ Carson, John W., Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them? (December 2003). World Bank Policy Research Working Paper No. 3183. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=636602>>. Acesso em 30 abr de 2009.p.20.

desenvolvimento da economia e da promoção da integridade do mercado de capitais.

Existe uma série de fatores que conduziram à queda da autorregulação em mercados liberais como dos Estados Unidos tais como, a aparição de novos concorrentes que se estabeleceram em oposição aos membros originais da bolsa, a autorregulação não tinha as forças suficientes para elevar a qualidade das normas em toda a indústria, além disso, tem-se a questão que se refere ao crescimento do comércio das plataformas das concorrentes pelo mundo.

O debate sobre autorregulação centra-se na manutenção do equilíbrio adequado entre todas as facções afetadas, de forma a manter a harmonia e a estabilidade do mercado, de forma controlada, evitando a corrupção do sistema, através do favorecimento dos seus interesses próprios ao longo do bem público.

Manter um equilíbrio apropriado depende do controle de certos perigos que ameaçam a salvaguarda dos interesses do público e da integridade geral do sistema, incluindo a intervenção de participantes mais influentes em detrimento dos menos influentes, a inadequação de sistemas para apuração de infrações, o aumento do anticoncorrencial de práticas em detrimento dos clientes, redução das normas regulamentares e risco de confusão para os consumidores quando semelhantes produtos/serviços são regulamentados com diferentes padrões.

O Estado pode estabelecer metas para o sucesso da regulação buscando a consistência do sistema, resguardando assim o interesse do público, de forma a garantir o sistema público de freios e contrapesos, já que nenhum membro deve se beneficiar desproporcionalmente em detrimento dos outros membros.

O benefício deve ser susceptível na economia como um todo refletindo no aumento consumidor/investidor diante da segurança ofertada para proteger o público, permitindo a circulação de riqueza de forma controlada.

5 A INFLUÊNCIA DA BOLSA NO MERCADO DE CAPITAIS E SUA ATIVIDADE REGULATÓRIA

O desenvolvimento do mercado de capitais tem como um de seus pressupostos o crescimento da economia, para tanto são criados mecanismos de atração de investidores em busca da liquidez, menor risco e diminuição dos custos de negociação.

Quanto mais desenvolvido, amplia-se a mobilidade de capital na economia, melhora-se a eficácia da realocação dos riscos financeiros e a oportunidade de financiamento.

Para muitos indivíduos, principalmente àqueles menos informados, a Bolsa de Valores equivale a um cassino e representa a esperança da salvação financeira, quanto menor o conhecimento do mercado, maior é a propensão de encarar a Bolsa como uma Meca. Mesmo porque esses investidores prematuros deixam-se levar superficialmente e encantados com o ganho fácil, não se aprofundam na lógica de Keynes de que “*a longo prazo todos estaremos mortos*”¹²⁸, ficando no aguardo do milagre da rentabilidade a curtíssimo prazo.

Por outro lado, a realidade tem outra forma, grandes investidores institucionais e bancos de investimentos cada vez mais profissionalizam seus instrumentos e se utilizam de verdadeiros exércitos de especialistas na área de análise e *resource* objetivando minimizar o risco e maximizar o capital investido.

Os investidores astutos lucram com a identificação das tendências econômicas e com a entrada no mercado de capitais, abrindo seu capital arrecadando valores para seus empreendimentos atuando no mercado primário, ou ainda, quando acreditam nas perspectivas de um negócio compram ações de outras empresas, elevando seus preços, e se não acreditam as vendem, derrubando seus preços.

Com tal posicionamento fica demonstrado que da mesma forma que o mercado de ações pode proporcionar o lucro, as vantagens econômicas, a

¹²⁸ KEYNES, John Maynard. 1926, p. 291. *The end of de laissez-faire*. Reimpresso in: CW IX, Londres: MacMillan, 1972. p. 186.

acumulação de capital, também pode demonstrar o sentimento dos os participantes sobre uma ação, e o declínio do preço decorre da venda em massa do título.

A Bolsa de Valores é responsável pela organização destas transações, servindo como termômetro do impulso do mercado, nos dizeres de Max Weber, em nosso sistema capitalista a “*Bolsa é indispensável*”¹²⁹, considerando-se seu poderio de realização do mercado a “*grosso modo*”.

Pela dimensão da popularização que o mercado de capitais vem tomando nos últimos tempos, o que antes era considerado como privilégio de poucos, ganhou espaço na sociedade.

A credibilidade no mercado de capitais e no investimento de ações gradualmente se expandiu, diante da propagação de sociedades anônimas, da rapidez da informação e de divulgação desta forma de investimento, agregando empresas de pequeno porte, bem como de pessoas físicas.

Tal disseminação foi lastreada por fatores como a estabilidade da economia, a manutenção de baixas taxas de juros, e a significativa entrada de capital estrangeiro no país.

Com a popularização do mercado de ações, o volume de negócio da Bolsa de Valores de São Paulo se desenvolveu em constante escala de crescimento, garantindo à instituição uma posição de destaque entre as mais importantes da América Latina, e a terceira que mais cresceu no mundo em termos de volume médio diário negociado em dólares¹³⁰.

Segundo dados da *WFE (World Federation of Exchanges)*, o volume médio diário negociado na bolsa paulistana aumentou de R\$ 558.000.000,00 (quinhentos e cinquenta e oito milhões de reais) em 2002 para aproximadamente R\$ 4.000.000.000,00 (quatro bilhões) no primeiro semestre de 2007¹³¹.

Esta expansão pode ser citada como uma das causas de mudança do cenário mercadológico, por influência da globalização e da política neoliberal que impunham à sociedade um conceito de competitividade, progresso, tecnologia, informação e comunicação.

¹²⁹ WEBER, Max. *A bolsa (Die burse)*. Reimpresso em Lisboa: RelógioD'água, 2004. p.45.

¹³⁰ Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Oque%C3%A9BolsadeValores/tabid/92/Default.aspx>>. Acesso em 25 de jan de 2008.

¹³¹ Bovespa Holding S/A. *Prospecto Definitivo*. São Paulo: 2007. p.19.

Dentro deste contexto, de um modo geral, as instituições empresariais buscaram o comando do mercado, visando assim a imposição de suas vontades pela incorporação do poder econômico, mediante a conquista de lucro, e do poder de negociação mercantil e de manipulação do mercado..

Nos tempos atuais, vivenciamos a economia nacional equilibrada, o capital passada da poupança rumo às novas aplicações financeiras mais rentáveis, como as negociações no Mercado Mobiliário; incluindo papéis na Bovespa e ativos na BM&F.

Além disto, o Brasil conquistou um grau de elevação do *investment grade* (grau de investimento), fatos que ajudam a reduzir o risco e aumentam as possibilidades de acesso ao mercado acionário e de derivativos brasileiro.

Ao se tornar uma sociedade de capital aberto a Bolsa alterou por completo sua natureza jurídica e sua finalidade, transformando-se de associação civil sem finalidade lucrativa em uma sociedade anônima, cujos próprios títulos são negociados em mercado secundário, arrecadando recursos junto ao público, com a finalidade principal de auferir lucro.

Ao se tornar empresa, o valor das ações da Bovespa Holding S/A teve grande aumento logo quando de seu lançamento, ultrapassando 50% (cinquenta por cento) do preço original em um só dia, sem falar que a participação de grande número de investidores estrangeiros quando da abertura de capital acabou por consideravelmente reduzir o valor do dólar, movimentando a economia nacional¹³².

Tais fatores acabam por refletir o poderio econômico de uma só empresa revelando o acúmulo de recursos financeiros bem como sua capacidade de influenciar a política, a ponto de interferir na estrutura do próprio Estado, gerando a disputa, a concorrência pela concentração de poder.

Mesmo após sua transformação jurídica, a Bolsa mantém papel fundamental no mercado de valores mobiliários, visto sua importância na oferta dos meios adequados para negociação dos valores mobiliários, conforme elucida Ximenes:

É dever das bolsas de valores evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores negociados no mercado, além de assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários. Esses fundamentos legais visam

¹³² Bovespa Holding S/A. *Prospecto Definitivo*. São Paulo: 2007. p. 19 -20.

assegurar os elevados padrões éticos nas negociações realizadas em seus recintos... Ainda em defesa da lisura de mercado, as bolsas têm poderes para adotar medidas de proteção a seu patrimônio, dentre elas as de fixar níveis de garantia. Para operações e estipular depósitos e margens de garantia de operações realizadas pelas corretoras membros, por cuja liquidação essas instituições se responsabilizam. Esse sistema é chamado de autorregulação do mercado, sendo as bolsas consideradas órgãos auxiliares do poder público, a quem incumbe, em última instância, fiscalizar e regular o mercado financeiro e de capitais¹³³.

5.1 AS INFLUÊNCIAS SOBRE OS PARTICIPANTES DO MERCADO

Após a abertura de seu capital e de sua conseqüente fusão (Bovespa e BM&F) a Nova Bolsa ampliou seus limites e mudou a forma de atuação no mercado, partindo mais ativamente para exploração econômica de seus serviços, de forma a ofertar seus produtos.

Entidade empresarial absolutamente autônoma, a Bolsa tem em suas mãos o poder de regulação do mercado de capitais através do exercício da autorregulação reflexo de seu poder de controle do mercado como um todo.

Além de influenciar no desenvolvimento do mercado, ainda há de se notar o impacto da alteração da organização jurídica das bolsas pela desmutualização e abertura de capital sobre todos os envolvidos neste ambiente, clientes, fornecedores e plataformas de negociação.

Sobre as corretoras, a Bolsa pode decidir sobre sua admissão como membro, bem como sobre a possibilidade de suspensão e até exclusão do ambiente bursátil no caso de apuração de infrações em ambiente administrativo, atingindo seus administradores e operadores.

Sobre as empresas de capital aberto no mercado organizado, a Bolsa é a final responsável pela autorização de abertura pública de capitais, além de estipular regras para abertura, os interessados devem adequar-se aos procedimentos de listagem.

A Bolsa ainda é um instrumento de captação de recursos junto ao público em meio ao mercado secundário, este tipo de arrecadação impulsiona o desenvolvimento industrial e econômico de todo o país, movimentando a circulação de riquezas como um todo, atingindo todo o ciclo econômico de movimentação.

¹³³ XIMENES, Ângela. Eduardo da Rocha Azevedo a Bovespa e a BM&F. São Paulo: Editora Contexto, 2008. p. 177.

Neste aspecto, a Bolsa atua como verdadeira fonte de dados do mercado, quase que exclusiva, considerando-se que funciona tanto na estruturação do mercado primário (abertura de capital), quanto secundário (negociação de ações), sendo que para uma empresa ofertar publicamente suas ações ela deve ter além da autorização da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, o registro na listagem na própria bolsa.

Dentre as regras estabelecidas para a negociação de títulos na bolsa, existe uma divisão em espécie de níveis de empresa de acordo com o valor do faturamento para a elaboração da listagem, os critérios de governança corporativa e a permissão da integração destas no mercado por meio da oferta pública de ações.

Um dos segmentos de listagem mais recentes e avançados ficou conhecido como “Novo Mercado”, instituído pela BOVESPA em junho de 2001, pelo qual se permite a negociação de ações emitidas por empresas que, voluntariamente, se comprometerem com a adoção de novas práticas de Governança Corporativa em relação ao que vem sendo exigido pela legislação societária brasileira em vigor.

Dentre estes novos critérios pode-se citar a vinculação de ações nos primeiros seis meses subsequentes a distribuição pública, organização administrativa composta por Conselho de Administração e Diretoria, emissão de ações ordinárias, dentre outras condições.

Uma comissão, chamada de Comissão de Listagem (composta por oito membros externos e três internos) analisará os documentos e a viabilidade da empresa no mercado acionário, com suporte de um grupo trabalho interno da Bolsa, que por razões defendidas tão e somente pela instituição permitirão ou não a oferta pública de ações.

No que toca a influência sobre os investidores, há de se notar que a Bolsa concentra o controle da divulgação de informações. Baseando-se no princípio da “*disclosure reside*”, o qual por ficção jurídica define que a informação é a melhor forma de proteção dos investidores.

A divulgação de informações pela Bolsa permite ao investidor que atue racionalmente, podendo comparar as distintas possibilidades de investimento e decidir pela que melhor lhe prouver¹³⁴.

¹³⁴ EIZIRIK, Nelson e WALD, Arnold. O Regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 61, 1986. p. 21.

De acordo com a divulgação das informações e da proteção dos investidores o estado de confiança do mercado varia conforme as expectativas baseadas em prováveis ganhos. Ao praticar atos de reavaliação a Bolsa de Valores proporciona a oportunidade de cada um de seus agentes rever suas aplicações, facilitando a negociação de títulos, o que acaba por atingir inevitavelmente o volume do investimento no país.

A Bolsa guarda consigo outro ponto de concentração de poder, o “poder – dever” de fiscalização e de coibição das manipulações de mercado, herança de sua estrutura social como associação civil, podendo, inclusive cancelar compras e vendas de valores mobiliários, cabendo a ela o controle de concentrações excessivas.

5.2 O PODER DE CONHECIMENTO DA BOLSA

O mercado de capitais pode ser considerado como objeto do poder de conhecimento de atuação da Bolsa, tema que não se restringe a uma questão de econômica ou matemática.

Em que pese o posicionamento de Rudolf Hilferding¹³⁵ em defender a diferença da exploração nas atividades da Bolsa, alegando que a exploração de classes resulta somente da apropriação da parte do proletariado, ousamos discordar, e afirmamos que atividade de negociação de ações e especulação também envolve questões sociais, exploração do trabalho e dos menos favorecidos.

Os números trazidos pela Bolsa servem para medir a avaliação do aumento ou queda do patrimônio, isto significa dizer que a prosperidade ou a decadência de ramos inteiros de produção são medidos pelas cotações do pregão¹³⁶.

A magnitude das especulações da bolsa em igualdade de circunstâncias depende do volume do dinheiro que circula entre os especuladores, antes a Bolsa era monopólio dos ricos, hoje, como empresa, ela também detém a riqueza.

A força de qualquer organização econômica reside na boa-fé, e também cabe à Bolsa o dever de garantir a segurança e a transparência das empresas que nela estão listadas.

¹³⁵ HILFERDING, Rudolf. *O capital financeiro*. Traduzido por Wanda Brant. São Paulo: Nova Cultural, 1985, p. 139.

¹³⁶ WEBER, Max. *A bolsa* (Die burse). Reimpresso em Lisboa: Relógio D'água, 2004, p.32.

De fato, enquanto associação civil não haveria porque destes questionamentos, não se falava em lucro, o que reforçava sua imparcialidade no ato de fornecer aos investidores, corretores e às empresas, a estrutura administrativa, fiscalizatória, e reguladora, hoje porém a realidade é outra, a Bolsa é uma empresa rica que continua prestando o mesmo serviço, e é de interesse de seus acionistas que o lucro prevaleça para que se possibilite a distribuição de dividendos.

A questão do conhecimento foi desenvolvida por Foucault, que de um modo concreto e minucioso dividiu as relações de poder em níveis menores de dominação, a que se denominou de teoria da “microfísica do poder”.

Por esta teoria se permite uma investigação do Direito como forma de dominação concreta e não meramente formal, a fim de se demonstrar o verdadeiro descompasso entre o mundo positivo e a realidade.

Foucault analisa o conceito de poder analisado de forma vinculada à economia, por meio do “economicismo da teoria do poder”, ponto comum entre os filósofos liberais da burguesia e marxistas¹³⁷.

Para este teórico o poder em si mesmo é um saber, um conjunto de técnicas e mecanismos que se esparramam entre dominantes e dominados, no caso do objeto da pesquisa, a Bolsa de Valores, temos como analisar a concentração do conhecimento do mercado.

Notamos que concretamente, a Bolsa conhece as técnicas, as ferramentas do mercado de capitais, planejando a atuação dos participantes, o momento e a forma de agir de cada um deles, além de ditar regras e impor sanções.

Temos de observar a realidade, o poder de pequenas dominações, tomadas em focos específicos, por técnicas, métodos e experiências como é o caso da Bolsa não advém da intenção, mas da prática de dominar, e o direito pode ser o canal da dominação. Neste microambiente econômico, ela é quem exerce a posição de dominação e detém o poder de controle do mercado de capitais¹³⁸.

Para os primeiros o poder político deriva de uma operação jurídica baseada na troca mercantil, pautada em contratos, já a segunda trata da funcionalidade econômica do poder, cuja função é de manutenção das relações de produção.

¹³⁸ O poder da bolsa ainda pode ser demonstrado pela teoria das teias da ramificação, uma rede de externalidades que atinge o interesse coletivo sobre o mercado, de forma que a participação de um novo investidor aumenta a disponibilidade de que todos os demais participantes arquem com os custos do serviço da rede, e assim forme-se um círculo que tem por premissa a complementariedades e a coordenação no tempo e no espaço. A teia do mercado pode ser observada quando a Bolsa negocia ações ou mercadorias, e também quando presta outros serviços correlatos ao mercado de ações os quais são elementos de composição de uma operação financeira.

Em sendo o saber uma forma de poder, a Bolsa concentra em si a competência para o dirigismo do mercado de capitais em sua nova estrutura deve conciliar sua função de local de negociações e de monitoramento do mercado, a sua finalidade lucrativa, evitando o conflito de seus interesses empresariais e regulatórios.

Antes deste fato histórico, poderíamos nos conformar com a posição de que os corretores eram empresários ricos de uma empresa pobre (a bolsa), hoje esta premissa não mais tem validade, a bolsa se tornou uma empresa rica.

Vivemos em uma sociedade capitalista, e na atual conjuntura, como uma sociedade anônima, a Bolsa de Valores é além de instrumento do sistema, uma legítima exploradora.

A Bolsa de Valores detém um verdadeiro monopólio do mercado de organização e administração de negociação de valores mobiliários, e assim pode atuar de forma a maximizar os ganhos com emolumentos, e paralelamente criar regras de fomento do mercado de capitais, buscando uma convergência de interesses entre as bolsas, seus membros, os investidores e as companhias listadas.

De fato, enquanto associação civil não haveria porque destes questionamentos, não se falava em lucro, o que reforçava sua imparcialidade no ato de fornecer aos investidores, corretores e às empresas, a estrutura administrativa e fiscalizando a aplicação de normas que regulassem o mercado de ações.

Sob a nova estrutura de sociedade anônima, a Bolsa busca resultados financeiros que atendam as crescentes expectativas do mercado, as quais poderiam em tese, induzi-la a privilegiar o fomento de suas ações em detrimento da necessária e rigorosa fiscalização do mercado.

A complexidade do mercado permite que aqueles que detenham o conhecimento profundo possam avaliar e conduzir os projetos e as regras que envolvem os negócios bursáteis.

Considerando-se que no Brasil a Bolsa nacional não vê concorrência temos pois que nos atentar para o fato de que na busca do lucro como toda e qualquer empresa seus membros terão a tendência de criação de regras e estruturas organizacionais que permitam a exploração de seu próprio poder no mercado, bem como formas de criação de barreiras para a constituição de entidades concorrentes.

5.3 DA ATUAÇÃO COMO ENTIDADE AUTORREGULADORA: O PROCEDIMENTO ADMINISTRATIVO DA BOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS

Uma das formas de exteriorização do poder de fiscalização da Bovespa se dá mediante o procedimento de apuração e julgamento de atos cometidos em desrespeito ao regramento de listagem, ou as práticas de mercado em si buscando a preservação do padrão ético e do respeito às normas de cunho regulatório e autorregulatório¹³⁹.

A edição da Instrução Comissão de Valores Mobiliários nº 461, de 2007, gerou a necessidade de adaptações na estrutura das entidades administradoras dos mercados de bolsa, particularmente no que diz respeito às funções de autorregulação.

A Bolsa de Valores de São Paulo optou por, no bojo de seu processo de desmutualização, e como visto, constituiu a associação BSM - Bovespa Supervisão de Mercados para desempenhar as atividades de autorregulação que lhe são conferidas pela legislação.

A Bovespa Supervisão de Mercados atribuiu a seu Conselho de Administração as funções de um Conselho de Autorregulação, atendendo as funções, de definição de estratégia e política geral da BSM e zelar pela sua boa execução, deixando ao Conselho de Supervisão, o exercício de função judicante.

Segundo o regimento interno, cabe ao Diretor de Autorregulação a competência para instaurar sindicância ou inquérito para apuração das infrações administrativas praticadas pela própria Bolsa, seja na pessoa da BMF & BOVESPA, seja na de suas controladas e coligadas estendendo a seus empregados e prepostos, pela Câmara de Liquidação e Custódia pelos participantes autorizados a operar no mercado de capitais nacional, e finalmente pelos agentes que desenvolvam atividades no sistema de liquidação e custódia.

Além da instauração, o Diretor de Autorregulação é o responsável pelo desenvolvimento da instrução do procedimento, sendo que, se necessário poderá

¹³⁹ BOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS. Estatuto Social. São Paulo:2007.

ser solicitado parecer jurídico ou de qualquer outra natureza, e só após esta etapa o processo será encaminhado para ser julgado pelo Conselho de Supervisão.

Nos casos em que o processo envolva seus Associados, administradores, empregados ou prepostos ou o Diretor de Regulação, o julgamento será realizado pela Turma Especial composta pelo Presidente do Conselho de Supervisão e por mais dois integrantes que cumulem o cargo de Conselho de Administração.

Há de se notar que para casos específicos, o julgamento dos processos restará ao próprio Diretor de Autorregulação no que tange a apuração de infrações específicas pelo rito sumário como o caso de infrações objetivas assim definidas pela Comissão de Valores Mobiliários, infrações objetivas às normas regulamentares da BSM, BM&F BOVESPA, BVSP ou da CBLIC.

Tal procedimento se desenvolve de forma puramente inquisitiva, concentrando poderes nas mãos de uma só pessoa, o que só alternando-se o poder de decisão tão somente em caso de recurso, quando então a competência para reforma será do Conselho de Supervisão.

O papel do Diretor de Autorregulação foi questionado pela própria Comissão de Valores Mobiliários¹⁴⁰ em procedimento administrativo diante da tendência a concentrar a atividade judicante desta pessoa, que entendeu que a aplicação de penalidades pelo Diretor de Autorregulação pode ocorrer, mas não deve ser a regra¹⁴¹.

Mesmo considerando a previsão de recurso ao Conselho de Supervisão das decisões do Diretor de Autorregulação que impliquem a aplicação de penalidades, parece-nos que esse papel tão exacerbado do Diretor no contexto da autorregulação da Bovespa pode levar a parcialidade inerente a este tipo de procedimento.

No desempenho de seu papel de fiscalização e monitoramento do mercado, a Bovespa Supervisão de Mercados, instituiu um instrumento de ressarcimento de prejuízos, via processo administrativo que busca a proteção dos investidores e da integridade do mercado, que se desenvolve através do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP).

¹⁴⁰ Disponível em:< <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5906-0.HTM>>. Acesso em: 25 de out. de 2009.

¹⁴¹ Art. 43. "Caberá ao Departamento de Autorregulação, sem prejuízo de outras atribuições que lhe sejam conferidas: ... V – propor ao Conselho de Autorregulação a aplicação das penalidades previstas no art. 49, quando cabível; ... §2º O estatuto da entidade administradora pode prever que **algumas das sanções** referidas no inciso V sejam aplicadas pelo Diretor de Autorregulação, cabendo recurso para o Conselho de Autorregulação." (grifo nosso).

Por meio deste procedimento, a Bolsa permite que o investidor que se sinta prejudicado venha pleitear o ressarcimento de danos decorrentes da ação ou omissão de Participante e Agente de Compensação ou de Custódia, ou mesmo de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia.

Tal procedimento tem cunho integralmente administrativo e, por assim ser, independe de qualquer intervenção judicial, sendo que, em havendo ação cujo mérito confunda-se com o objeto discutido administrativamente, cabe ao interessado a comunicação ao Juiz competente.

As hipóteses de cabimento deste procedimento variam entre a inexecução ou infiel execução de ordens; uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e encerramento das atividades.

Tais temas implicam na necessidade de ampla produção probatória, o que leva ao dever estrito de cumprimento dos princípios do devido processo legal e da ampla defesa.

A fim de garantir a liquidez e a segurança do efetivo ressarcimento, o regulamento do procedimento de ressarcimento impôs como limite máximo de restituição de valores a quantia de R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) por operação, facultando ao interessado exigir que tal importância lhe seja compensada em dinheiro ou em valores mobiliários do mesmo órgão emissor, tipo, espécie, classe tudo conforme seu *status* na data da ocorrência do prejuízo.

Esta limitação é uma novidade do regulamento após a desmutualização, conforme a resolução 2690/2000 do Conselho Monetário Nacional e o regulamento a ela anexado, que estipulava como limitação tão somente o valor do patrimônio do fundo.

No mais, vale ressaltar que cada ação ou omissão do intermediário ou custo diante hábil a gerar ressarcimento ao investidor deve ser considerada como uma ocorrência para fins do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, de maneira que o limite para reparação de prejuízos é fixado por evento que os tenha originado.

Recebida a reclamação, o Diretor de Autorregulação a encaminhará à Gerência Jurídica que dará notícia do procedimento ao participante, agente ou corretora então envolvida para apresentação de documentos que venham a ser necessários para o esclarecimento dos fatos, sendo que, finalizada a apuração, que apresente sua defesa.

Concluída a instrução processual em um prazo de 60 dias, a Gerência Jurídica juntará seu parecer, restando a Turma do Conselho de Supervisão a competência para a decisão, da qual caberá recurso endereçado ao Pleno do Conselho de Supervisão, e desta, caberá recurso à Comissão de Valores Mobiliários caso seja desfavorável ao investidor.

Em sendo condenado o participante, agente ou corretora, ao ressarcimento do prejuízo sofrido, deverá providenciar o ressarcimento devido na forma requerida pelo investidor, ou seja, dinheiro ou valores mobiliários. Caso não o faça, a Bolsa poderá a seu exclusivo critério cobrar multas cominatórias ou executar garantias, podendo, inclusive sofrer com a suspensão das atividades.

Processualmente, verifica-se de certa forma, a subversão de princípios que deveriam nortear este procedimento, tendo em vista o suprimento da publicidade do processo, que deve seguir em sigilo, garantindo-se a acessibilidade tão somente as partes.

De fato, tanto sob a ótica processual, quanto pela ótica de mercado, o sigilo do deste procedimento também contraria os preceitos de transparência, posto que, acaba por privar os demais investidores do conhecimento de fatos que possam levar a perda da credibilidade dos participantes se condenados.

Aspecto importante diz respeito ao parágrafo único do artigo 82 da Instrução CVM nº 461/2007 que prevê a possibilidade de interposição de recursos para o reclamante, suprimindo, portanto, essa possibilidade ao reclamado.

Tal fato consiste em aparente quebra do princípio da isonomia, mas de fato visa a estabelecer a igualdade substancial ao impor tratamento desigual aos desiguais, tendo em vista que o julgamento dos pedidos de ressarcimento, até bem pouco tempo, se dava pelas bolsas enquanto associações, por meio de seu Conselho de Administração que necessariamente também refletia os interesses dos membros, ou seja, o reclamado é julgado pelos seus pares.

5.4 DA ANÁLISE DAS DECISÕES DOS PROCEDIMENTOS DE RESSARCIMENTO DE PREJUÍZOS

Como visto, o foco dos procedimentos de ressarcimento de prejuízos formalmente se diferencia do foco do procedimento sancionador da Comissão de Valores Mobiliários, porém há de se notar que a motivação, o fato em si, fundamenta a movimentação de ambas as entidades reguladoras.

O sujeito passivo são os operadores de mercado, corretoras de valores em

DECISÕES PROFERIDAS BOVESPA				
N. de processos 50				
	RESSARCIMENTOS	ACORDOS	PEDIDOS	
			IMPROCEDENTES	DESISTÊNCIAS INTEMPESTIVOS
	1	7	38	2
	2,00%	14,00%	76,00%	4,00%
				2
				4,00%

sua maioria, ou seja, tem por reclamantes investidores pessoas físicas ou jurídicas e não atingem diretamente as empresas listadas.

Considerando-se que ao final de um procedimento, a decisão da Bovespa pode implicar na obrigação de pagamento em dinheiro em razão de ressarcimento de danos a terceiro, não devemos perder de vista a fiscalização do Estado sobre tal decisão, seja pela via administrativa por meio de recursos a Comissão de Valores Mobiliários ou mesmo pela via judicial.

A tabela a seguir demonstra que 76% (setenta e seis) por cento das decisões proferidas entre os anos de 2007 e 2008, antes e depois da constituição da Bovespa Supervisão de Mercados, foram decididas em desfavor dos investidores.

As corretoras de valores eram as associadas mutualistas da antiga “Bolsa Associação”, tal resultado pode espelhar duas posições distintas, de um lado reflete ainda a existência de certo corporativismo dentre os operadores e a Bolsa que fundaram, ou que o investidor tenha se utilizado deste mecanismo sem resguardar o devido direito.

Estes dados podem nos levar a hipótese de que, embora tenha assumido o duplo papel de investidora e reguladora do mercado, a Bolsa de Valores mantém certa posição protecionista, o que é no mínimo curioso.

Mais uma vez, ilustra-se a sua grande influencia tanto sobre investidores quando sobre os operadores, sendo que mais de 68% (sessenta e oito) por cento das decisões são levados a Comissão de Valores Mobiliários pela via recursal, o que demonstra ainda a necessidade de intervenção estatal neste sistema.

6 O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

O comportamento das agências reguladoras pode ser explicado por duas teorias de regulação, a o interesse público e a da captura¹⁴².

A teoria do interesse público vincula a regulação de mercados a uma necessidade de resposta às necessidades de interesse geral de coibição de práticas ineficientes do mercado, partindo em sua origem da fragilidade dos mercados no que tange a tendência de tratamento desigual a seus agentes, e do empenho governamental em coibir estes riscos por meio de leis a custos ditos moderados.

Por esta teoria, para cada falta do mercado de capitais haveria uma norma jurídica que buscaria o suprimento de sua deficiência. No decorrer dos tempos dita teoria passou por reformulações tendo em vista a aceitação de que os custos do Estado para com a legislação se mostraram consideráveis, e que as imperfeições poderiam não ser devidamente corrigidas, seja pela falha legislativa, ou pela própria implementação da lei, ônus cuja avaliação recai diretamente as agências reguladoras encarregadas da fiscalização do mercado, e portanto, do cumprimento das normas de regulação.

De outro lado temos a teoria da captura a qual trata da regulação como resposta às demandas de grupos individualmente interessados que buscam o benefício de seus membros, e criticam a primeira no sentido de que os próprios resultados legislativos poderiam sofrer com a corrupção política.

Segundo esta teoria as agências reguladoras tenderiam a ser capturadas pelas indústrias auto-reguladas que representassem o poder e o interesse dos mais fortes, chegando a influenciar a formação da própria lei ao Estado não caberia a intervenção direta do mercado.

Uma agência controlada por particulares teria problemas de comunicação na busca da realidade dos fatos, já que seus informantes, absolutamente interessados em cada conflito ou temática a ser desenvolvida, apresentariam tão somente o que fosse para seu benefício. Outra questão se revelaria na escolha dos dirigentes, que em tese deveriam ser conhecedores do mercado, porém de atuação imparcial¹⁴³.

¹⁴² EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.p. 38

¹⁴³ A versão econômica da teoria da captura é a teoria econômica da regulação que se admite a autorregulação por grupos além dos interessados, e ainda substitui o termo “captura” por “oferta e demanda”.

Esta teoria explica a influência dos agentes de mercado na formação das normas jurídicas, inclusive quanto ao ato de pressão ao legislador em troca de uma submissão voluntária a norma. O risco desta teoria está em sua própria base absolutamente liberal de forma excluir o Estado da condução da economia nacional.

A constituição da Comissão de Valores Mobiliários - CVM seguiu a tendência da teoria do interesse público, de forma a ter de se armar e se auto-defender de pressões políticas inescrupulosas e de agentes corruptores.

Quando da instituição de tal autarquia, o legislador optou por elaborar um instrumento legal que não possuísse alta densidade normativa, agindo por meio da deslegalização, retirando algumas matérias do domínio da lei em sentido estrito.

Originalmente a competência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM se voltava basicamente ao mercado de valores mobiliários em um sentido estrito, fiscalizando as operações de ações, partes beneficiárias, debêntures e bônus de subscrição, excluindo-se os títulos da dívida pública¹⁴⁴.

Assim a autarquia cumulava função disciplinadora por meios repressivos, quanto regulatória de forma a editar as normas veiculatórias de política econômica, mesclando o poder de polícia e o poder regulamentar.

A entidade ainda se encarrega do registro e fiscalização das sociedades de capital aberto e da emissão pública de ações, competência que se estende até os dias atuais. Diante de seu poder fiscalizatório a Comissão de Valores Mobiliários - CVM é competente para a verificação de livros, intimação de pessoas para colheita de informações, apuração de infrações, atos ilegais de administradores das companhias registradas.

No desempenho de seu papel, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM editou diversos atos, dentre deliberações, instruções e atos baseados em uma política de regulação própria.

¹⁴⁴ Leia-se a versão original do artigo 8º da lei 6385/76.- Art 8º: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Todavia, à época, embora independente, algumas de suas atividades eram exercidas em conjunto com o Banco Central, o que acabou por criar uma situação de dupla autoridade, que só poderia ser coordenada se ambos recebessem o mesmo *status*.

A desvinculação da competência regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários - CVM frente ao Banco Central e ao Conselho Monetário Nacional fez-se necessária como meio de garantia de sua independência.

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM podia enfrentar os conflitos de forma preventiva ou consultiva, mas não poderia agir como se poder jurisdicional tivesse e assim responsabilizasse os agentes a ela subordinados a cumprir com o pagamento de indenizações.

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM tem como desafio a fiscalização do próprio Estado, carregando com ela poderes para inclusive obstaculizar atos governamentais que levassem perigo ao mercado por meio de negociações acionárias de empresas de capital misto.

Surgiu então a discussão sobre o controle da Comissão de Valores Mobiliários - CVM frente aos acionistas controladores de sociedades de economia mistas federais, ou seja, a União.

Como exemplo, cita-se fato ocorrido na década de oitenta, quando a CVM passou por grande impasse no caso da venda de lotes de ações da Vale do Rio Doce em desrespeito a Lei 6.385/76. Ao apurar os fatos em inquérito administrativo, a autarquia decidiu pela punição do Presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e impôs pena de advertência da corretora de valores e de seu administrador que permitiu a venda irregular das ações, porém a própria Vale do Rio do Doce não sofreu qualquer consequência..

Em vista dos fatos, a Bovespa suspendeu as operações envolvendo ações da Vale do Rio Doce. Estes fatos se tornaram público no dia 28 de março de 1980, quando os jornais informavam na primeira página que o presidente João Batista Figueiredo tinha pedido esclarecimentos sobre o caso, "O Estadão fincou uma estaca no coração da Comissão de Valores Mobiliários, no editorial 'A desmoralização da Comissão de Valores Mobiliários'"¹⁴⁵.

¹⁴⁵ FERREIRA, Alcides; HORITA, Nilton. *BM&F: A História do Mercado Futuro no Brasil*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1996. p. 39.

Devido a repercussão negativa destes fatos, o Estado qualificou a CVM como agência reguladora atrelada ao Poder Executivo, porém autônoma e independente, subordinada ao Conselho Monetário Nacional e ao Ministério da Fazenda e desvinculada do Legislativo, quadro que só foi alterado quando da obrigatoriedade de prestação de contas ao Congresso¹⁴⁶.

Foi então que foi proposto perante à Câmara dos Deputados o anteprojeto elaborado pela Associação de Corretoras do Estado de São Paulo que tinha por premissa o estabelecimento de prazo de mandato dos membros do colegiado da CVM, bem como a nomeação de seus membros pelo Presidente da República com a aprovação do Senado.

Tais mudanças não foram aprovadas de uma só vez, alguns pontos propostos no projeto de lei surgiram em alterações esparças e sucessivas da Lei 6.386/76.

O início da modificação da legislação do mercado de capitais buscando conferir maior autonomia à Comissão de Valores Mobiliários – CVM deu-se com o Projeto de Lei Kandir, pelo qual se buscou transformar a instituição governamental em verdadeira autarquia especial.

Tal projeto sofreu o veto em seus principais pontos sob a fundamentação de que tal transformação exigia iniciativa presidencial.

Foi com a alteração da Lei 10.303 de 2001, que a Comissão de Valores Mobiliários – CVM recebeu objetivos e atuações específicas que buscavam o desenvolvimento do mercado de capitais. A competência da autarquia se expandiu abarcando a responsabilidade de estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários, promover sua expansão e o funcionamento eficiente e regular e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais, assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão e de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, assegurar o acesso

¹⁴⁶ As autarquias especiais possuem representação jurídica e orçamentária próprias, e possuem um grau mais intenso de autonomia gerencial, conferido pelas leis que as criaram, mantendo-se a independência dos dirigentes, condição de se auto-administrar.

do público a informações bem como a observância de práticas comerciais eqüitativas.¹⁴⁷

Em 2001, a Medida Provisória 8/2001, transformada na Lei 10.411/2002 deu a Comissão de Valores Mobiliários - CVM as características de autarquia especial, e estabeleceu regras de composição de seus órgãos administrativos a serem formados por 1 Presidente e 4 Diretores, nomeados pelo Presidente da República depois de aprovados pelo Senado, extinguindo-se o poder de demissão *ad nutum* pelo Poder Executivo e a recondução dos mandatos.

Dotada de autonomia política, administrativa e financeira, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM passaria a atuar com mais independência para o exercício de suas funções, disciplinares, fiscais, normativas, registrarias, consultivas e de fomento segundo a Lei 6.385/76.

Em sua função disciplinar tem ela o poder de requisitar informações de órgãos e entidades públicas, intimar pessoas para prestação de informações, avaliar as demonstrações das companhias abertas e determinar sua republicação, apurar mediante processo administrativo faltas e atos ilícitos dos administradores das companhias abertas e demais participantes do mercado¹⁴⁸.

¹⁴⁷ Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
a) emissões irregulares de valores mobiliários;
b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.(1)
V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
VII - assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários;
VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

¹⁴⁸ Art. 9º: A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:
I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos: a) das pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15); b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; c)

A função fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários - CVM lhe impõe a obrigação de monitorar o mercado, divulgar as informações devidas, examinar demonstrativos contábeis das sociedades abertas, assim como a registraria consiste na administração dos registros de companhias bem como da emissão de ações¹⁴⁹.

Já a atividade consultiva permite que a autarquia tire dúvidas dos participantes do mercado seja por audiências públicas ou consultas individuais, e no exercício de sua função de fomento do mercado deve estimular a democratização do mercado pela ampliação da negociação de ações e demais títulos e contratos¹⁵⁰.

Dentre tais atribuições tem-se ainda o poder de orientação, resguardando dentre as atribuições a expedição de pareceres, por meio do qual se dá a orientação aos agentes de mercado e aos investidores, além de servir para veicular suas posições e interpretações sobre as leis do mercado¹⁵¹.

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM utiliza deste poder para fins de correção de atos julgados como inadequados, manifestando-se de forma a persuadir os participantes do mercado de capitais, porém, de fato, por não se tratar de decisão

dos fundos e sociedades de investimento; d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Art. 23 e 24); e) dos auditores independentes; f) dos consultores e analistas de valores mobiliários; g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não eqüitativas; II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no artigo 11; III - requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública; IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas; V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”.

¹⁴⁹ Art. 8: “*Compete a Comissão de Valores Mobiliários: ...II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; ... V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”.*

¹⁵⁰ Art. 13: “*A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor”.*

Art. 4: “*O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;*

¹⁵¹ Vide artigo 124 da Lei 6.404/76.

administrativa individual e vinculatória existe uma discussão se o descumprimento daria ensejo a aplicação de sanção após apuração de infração pelo procedimento administrativo sancionador.

Analisando o tema sob a ótica processual, o descumprimento de atos aconselhados em pareceres gerais não implicaria na vinculação à interpretação nele expressa pelos participantes do mercado, porém, este não é o entendimento que prevalece perante a Comissão de Valores Mobiliários - CVM que entende deter dentre suas atribuições o poder de punir não a violação de pareceres, mas sim pela violação do dispositivo legal interpretado.

Há de se ressaltar finalmente a finalidade normativa da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, realizada por meio da publicação de deliberações para consubstanciar os atos do colegiado, instruções para consubstanciar a regulamentação de matérias, notas explicativas, portarias e atos declaratórios para fazer declarar a existência de direito. Ou seja, tem ela poder declaratório, a capacidade de direcionar posicionamentos e interpretar o direito sempre em conformidade com a legislação.

6.1 O CONTROLE SOBRE A BOLSA DE VALORES

As atividades de fiscalização e o controle de mercado são repartidas entre a Comissão de Valores Mobiliários e a Bolsa de Valores. Em sendo entidades privadas, embora rotuladas como “órgãos auxiliares” da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, as bolsas continuam a resguardar sua autonomia técnica, administrativa e financeira.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM exerce um poder de supervisão das bolsas e também atua como entidade revisora de seus atos e decisões..

Segundo Comparato¹⁵², em que pese a natureza privada das bolsas de valores, o serviço por elas prestado são classificados como verdadeiros serviços públicos, uma vez que a essência de serviços de mercado remetem à preservação

¹⁵² COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading – Sugestões para a moralização do mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil. São Paulo, n. 3, p. 60, 1971.

do interesse coletivo. As bolsas sequer têm a liberdade de prestar outros serviços que não os definidos em lei¹⁵³.

O controle da Comissão de Valores Mobiliários - CVM sobre as bolsas é exercido de forma genérica, como de qualquer outra sociedade aberta, fiscaliza a documentação das companhias abertas, conduz procedimentos administrativos.

Especialmente sobre as bolsas a Comissão de Valores Mobiliários – CVM tem a competência de editar normas gerais sobre condições de constituição e extinção, sua forma jurídica, seus órgãos de administração e seu preenchimento, exercício do poder disciplinar.¹⁵⁴

Há de se ressaltar que a Comissão de Valores Mobiliários - CVM tem uma preocupação latente quanto à transparência e à publicidade das informações, daí sua tendência a fiscalização documentos, registros, etc.

O poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários – CVM se fundamenta no artigo 174 da Constituição Federal:

Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado

Tal fundamentação permitiria a harmonização da regulação aos princípios neoliberais como a livre iniciativa, livre concorrência e propriedade privada, garantindo ao Estado a liberdade de intervir no mercado de valores mobiliários

¹⁵³ Ao decidir sobre o tema própria CVM se manifestou no sentido de que as Bolsas devem exercer seus poderes conforme a delegação da autarquia, seguindo a finalidade orientada pela CVM, a quem cabe a supervisão e atuação em caso de ameaça no interesse de regulação (Conforme voto do relator do processo administrativo CVM n. RJ 2004/6153 julgado em 27 de dezembro de 2005.)

¹⁵⁴ Lei 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”.*

desde que respeitados os princípios constitucionalmente aplicados, sem dirigismo econômico¹⁵⁵.

Quando da vigência da Resolução 922 do Conselho Monetário Nacional, a bolsa de valores dependia para sua instituição de autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários - CVM que avaliava documentos, estatutos e estudo de interesse econômico da região, além da averiguação do número de membros, do patrimônio social, dos sistemas de comunicação e de fiscalização.

A revogação de tal norma abriu espaço para a reorganização societária das bolsas com a desmutualização e a transformação em sociedade de capital aberto. Pela antiga Resolução, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM tinha para si o poder de suspender as normas entendidas como inadequadas ao funcionamento das bolsas.

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM tinha o poder de sustar a aplicação de decisões das bolsas, decretar o recesso para corrigir situações chamadas de anormais, e até mesmo cassar por meio do devido processo legal administrativo a autorização de funcionamento¹⁵⁶.

6.2 A INSTRUÇÃO NORMATIVA 461/07

Diante da desmutualização das bolsas e da abertura do próprio capital, o Direito perseguiu a acomodação dos fatos à novas normas e neste ápice surgiu a já comentada Instrução 461 da Comissão de Valores Mobiliários com a finalidade de romper o modelo regulatório até então vigente.

Mantendo a disciplina da antiga resolução 2690 do CMN, a nova norma manteve a possibilidade de constituição das bolsas como associações sem fins lucrativos ou como sociedades anônimas.

¹⁵⁵ Outros dispositivos constitucionais podem ser citados, tais como o artigo 192 que trata da estruturação do mercado de capitais, e 21, VIII que trata do dever de fiscalização de operações financeiras.

¹⁵⁶ CMN, Res 922/84. Art. 6: “A Comissão de Valores Mobiliários pode: I suspender a execução de normas adotadas pelas Bolsas de Valores, julgadas inadequadas ao seu funcionamento, e determinar adoção daquelas que considere necessárias; II sustar a aplicação de decisões das Bolsas de Valores, no todo ou em parte, especialmente quando se trate de proteger os interesses dos investidores; III decretar o recesso de Bolsa de Valores com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, definidas na regulamentação; IV - suspender ou cassar, através de inquérito, a autorização de funcionamento de qualquer Bolsas de Valores, nos casos de grave infração, assim definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, ou de reincidência, observado o procedimento fixado pelo Conselho Monetário Nacional”.

Em seu artigo 9º, referida norma instituiu mecanismos flexibilizadores da regulação de mercado capazes de justificar o poder regulatório da Bolsa mesmo como sociedade anônima, permitiu-se então a segregação da função operacional e da regulatória.

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM admitiu a possibilidade de criação de entidades subsidiárias voltadas para a administração da bolsa, e ainda permitiu a dispensa de alguns dos requisitos exigíveis para estrutura e organização das bolsas (entidades administradoras do mercado organizado), caso fossem incompatíveis com a estrutura e a natureza do mercado a ser organizado, possibilitando-se a implantação de mecanismos alternativos¹⁵⁷.

Temos aí um impasse, nitidamente a Comissão de Valores Mobiliários - CVM deu oportunidade para que a Bovespa apresentasse alternativas seu enquadramento as regras pré-estabelecidas.

A Instrução 461 ainda tratou de estabelecer quais os órgãos de administração das bolsas devem ser instituídos, destacando-se o Conselho de Administração, Diretor Geral, Conselho de Autorregulação, Departamento de Autorregulação e Diretor de Departamento e autorregulação.

Nesta divisão organizacional, a Comissão de Valores Mobiliários passou a tratar separadamente dos assuntos administrativos e dos regulatórios das bolsas, e neste ponto ela tratou especificamente da forma de exercício da autorregulação pelas bolsas.

Expressamente, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM delega às bolsas, através de seus órgãos específicos, o poder de monitoramento do mercado assegurando a elas a competência para fiscalização e supervisão das operações no

¹⁵⁷ CVM. Res. 461/07. Art. 9º: “Os mercados organizados de valores mobiliários serão obrigatoriamente estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras autorizadas pela CVM, constituídas como associação ou como sociedade anônima, e que preencham os requisitos desta Instrução. §1º Os requisitos estabelecidos por esta Instrução para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários poderão ser cumpridos, total ou parcialmente, através de pessoas jurídicas por ela controladas, ou por sua controladora, ou, ainda, pela contratação de terceiros, desde que, a critério da CVM, as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas. ... §4º O Colegiado da CVM poderá dispensar a observância de requisitos impostos por esta Instrução para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora, desde que tais requisitos não sejam compatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado pela entidade, ou as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas por mecanismos alternativos adotados pela entidade”. Art. 10: “Considera-se sócio da entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários, para os efeitos desta Instrução, o associado ou acionista, conforme a forma jurídica de organização.”

mercado de valores mobiliários organizados, bem como o controle das pessoas que possam nele operar¹⁵⁸.

Pela instrução, o departamento e o conselho de autorregulação são autônomos frente à administração e à entidade administradora do mercado com liberdade de gestão de recursos previstos para seu orçamento, sendo inclusive, vedada a cumulação de cargos administrativos e regulatórios, ressaltando como exceção a esta regra a cumulação de funções do Diretor de Autorregulação que, além deste cargo ainda é membro Diretoria Administrativa.¹⁵⁹

Cabe ao Conselho de Autorregulação a função de supervisionar as atividades do Departamento de Autorregulação e julgar processos administrativos para apuração das normas aplicáveis, além da aprovação do regulamento interno relativo aos procedimentos de tramitação de procedimentos administrativos, aplicações de penalidades diretamente.

O Conselho de Autorregulação ainda serve de órgão recursal para revisar as decisões tomadas pelo Diretor de Autorregulação quando atuando como instância recursal.¹⁶⁰

Em que pese a separação da função operacional e regulatória das bolsas, a Instrução 461 ainda confere ao Conselho de Administração poderes de decisão em atividades de autorregulatórias, como no caso da aprovação de regras de funcionamento de mercado, aprovação do orçamento do departamento e do Conselho de Autorregulação além de seu programa de trabalho, aprovação de suas contas, eleição e destituição dos membros do Conselho de Autorregulação e do diretor de regulação.

Art. 36: “O Departamento de Autorregulação, o Diretor do Departamento de Autorregulação e o Conselho de Autorregulação são os órgãos da entidade administradora 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”.

¹⁵⁹ Art. 38: “Ao Diretor do Departamento de Autorregulação cabe a condução dos trabalhos do Departamento de Autorregulação. §1º Exceto pelo Diretor do Departamento, não podem integrar o Departamento de Autorregulação os integrantes do Conselho de Administração ou da Diretoria, nem empregados ou prepostos da entidade administradora que exerçam qualquer outra função na entidade. .. §4º No prazo de 5 (cinco) dias após a destituição do Diretor de Autorregulação, deverá ser enviado à CVM relatório detalhado contendo as justificativas consideradas pelo Conselho de Administração para a referida destituição, inclusive com a análise do desempenho do Departamento de Autorregulação durante a gestão do Diretor de Autorregulação destituído. §5º A CVM poderá determinar a divulgação ao público do relatório previsto no §4º deste artigo”.

¹⁶⁰ Art. 46: “Ao Conselho de Autorregulação compete supervisionar as atividades do Departamento de Autorregulação e julgar os processos por ele instaurados, instruídos e conduzidos”.

Neste ponto, não há que se olvidar que as funções administrativas e regulatórias da bolsa se confundem.

Tal conceito é de certa forma amplo buscando evitar que o membro do conselho, seus administradores ou acionistas que tivessem participação relevante.

Em que pese a segregação e a constituição de pessoa jurídica autônoma tão somente para a função regulatória, temos seu controle vindo de uma sociedade anônima com objeto exclusivamente empresarial e lucrativo onde estaria então sua real autonomia e imparcialidade?

Pelo exemplo, fica nítido o fato de que com ferramentas jurídicas a Bolsa pode vir a mascarar a realidade concreta. A política desenhada para a regulação do mercado e especialmente no que tange as competências da Comissão de Valores Mobiliários – CVM ainda é secundária, cabe a ela agir em casos de omissão e não ativamente.

No mundo positivo, tudo se harmoniza, mas na relação concreta, averiguamos incongruências e a possibilidade de falta de limites.

De qualquer forma, enquanto sociedade anônima, a Bolsa deve ser busca o aumento de receitas e a redução de custos, posto que a baixa rentabilidade leva a redução de investidores e queda de valor de suas ações.

Cabe ao regulador evitar que as práticas ilegítimas tenham continuidade, sem obrigar que os bons agentes paguem pelos feitos negativos dos maus agentes, este é o papel que a Comissão de Valores Mobiliários - CVM deve desenvolver, mais do que regular o mercado, cabe a ela o desenvolvimento deste, reprimindo condutas ilegítimas¹⁶¹.

6.3 UMA ANÁLISE EMPÍRICA

Diante deste contexto, partimos para uma análise das decisões administrativas da Comissão de Valores Mobiliários dos procedimentos sancionadores processados no rito ordinário e julgados entre os anos de 2008 e de 2009, abarcando o período anterior e posterior a abertura do capital e da fusão das bolsas de mercadorias e de valores, a fim de se apurar qual seu principal foco de fiscalização, o número de condenações e absolvições, avaliando-se a latência do

¹⁶¹ CVM. Processo n. 3792/2002 in: <<http://www.cavm.gov.br>> Acesso em 05/04/2008>. Acesso em mar. de 2008.

intervencionismo da Comissão de Valores Mobiliários – CVM no mercado de capitais.

Para o desenvolvimento dos estudos, fixa-se como data de corte em 01 de janeiro de 2008, e faz-se necessário o seguinte diagnóstico: i. número de procedimentos sancionadores decididos pela Comissão de Valores Mobiliários; ii. principais objetos de discussão; iii. Tipos de decisões proferidas .

Da pesquisa foram excluídos os procedimentos sancionadores para apuração de infrações cometidas no âmbito dos fundos de investimento, buscando assim focar exclusivamente nas questões que envolvam as companhias abertas e a própria BMF&BOVESPA S/A.

6.3.1 Do Processo Sancionador

Pelo processo administrativo sancionador, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM pode apurar infrações e impor aos particulares as penalidades expressas na lei, desde que observados os princípios do devido processo legal e da ampla defesa, de forma a controlar qualquer risco de arbitrariedade.

Conforme o artigo 11 da Lei 6.385/76, pode a Comissão de Valores Mobiliários - CVM impor sanções a seus administrados por infrações as leis das sociedades por ações, de mercado de capitais, atos normativos por ela mesmo editados e outras normas legais que a ela incumbe fiscalizar.

Sua competência abrange o poder de apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de capitais, sempre que seus efeitos gerem danos a pessoas residentes no Brasil independente do local que tenha ocorrido.

Há de se sustentar até mesmo a supranacionalidade da autarquia já que seu poder de fiscalização atinge atos ocorridos em outros países desde que causem prejuízos a brasileiros.

Há de se ressaltar que, além da Lei 6.385/76 com suas respectivas alterações, aplica-se ao processo sancionador, ainda que de forma subsidiária, a Lei 9.784/99 que trata dos processos administrativos no âmbito federal

Aplicando-se a essência da perda do direito de punir do Estado no âmbito do processo administrativo, a Lei 9457/97 fixou em 5 anos o prazo prescricional para a punição das infrações administrativas do mercado de capitais, além de permitir a

incidência da prescrição intercorrente, em caso de paralisação do procedimento por mais de 3 anos.

Salienta-se que o processo é desenvolvido em três fases, sendo elas a instauração, a instrução e o julgamento.

A proposta de instauração pode se dar de ofício, iniciado e conduzido pela Superintendência cuja área esteja relacionada a irregularidade a ser apurada, após o recebimento de acusação contra os participantes do mercado, destacando-se corretoras, companhias abertas e a própria bolsa.

Tal proposta é dirigida à Superintendência Geral que verificará se as provas são suficientes para identificação de auditoria e materialidade e ordenará que as Superintendências elaborem o termo de acusação.

A instrução se baseia no contraditório, garantindo ao acusado o direito de produzir provas a seu favor aplicando-se ao acusado todos os princípios de natureza penal, destacando-se a legalidade, irretroatividade da lei a não ser em benefício do réu,

A sessão de julgamento em regra deve ser pública, aberta ao público em geral, facultando-se a Comissão de Valores Mobiliários a restrição da publicidade nos casos de relevante interesse que esteja sendo debatido.

Da decisão proferida pelo Colegiado, caberá recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no prazo de 30 dias.

Além da imposição das penalidades, a Lei 9.457/97 implementou a possibilidade das partes, acusado ou indiciado e a Comissão de Valores Mobiliários firmarem acordo, ou termo de compromisso, em qualquer fase do processo administrativo, comprometendo-se a cessar a prática dos atos que poderiam ser considerados irregulares, e em contrapartida, suspende-se a investigação ou a própria punição.

Para a regulamentação de tal instituto a Comissão de Valores Mobiliários publicou a Deliberação 390/01, especificando prazos da proposta à celebração, devendo o interessado até o fim do prazo de defesa requerer seja pactuado o termo, restando 30 dias a partir do pedido a apresentação da proposta completa.

Feita a proposta, designar-se-á por sorteio um Diretor Relator, e após a oitiva da Procuradoria Jurídica, que encaminhará ao Colegiado no prazo de 30 dias, suspendendo-se referido prazo caso o relator peça esclarecimentos

complementares, aliás, após a apresentação da proposta completa, a Comissão de Valores Mobiliários pode ainda suspender por 60 dias.

Resta ao Colegiado a competência de proferir a decisão final sobre a proposta de termo de compromisso, e critério de conveniência e oportunidade, avaliar sua aplicação frente a natureza e gravidade da infração e os antecedentes dos acusados.

Uma vez pactuado e publicado no Diário Oficial, o termo de compromisso não pode ser alterado, a não ser que o interessado o faça por requerimento expresso aprovado pelo Colegiado por nova deliberação, em caso de inadimplemento, em sendo impostas obrigações de fazer ou não fazer ou ainda de pagamento, poderá a Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Analisando as decisões administrativas dos últimos dois anos, observamos que os procedimentos sancionadores levam média de 2 a 3 anos para serem julgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM é dirigida à companhias abertas de um modo geral, sendo que a maior atenção é voltada ao Diretor de Relações com Investidores e Administradores em Geral, principalmente a seus dirigentes, ou referente ao descumprimento de formalidades, porém, não observamos qualquer procedimento investigatório movido em face da própria bolsa.

A lado dos procedimentos ordinários temos o procedimento sancionador de rito sumário, que cuida de ser um procedimento mais enxuto para apuração de infrações específicas trazidas na Instrução 251/1996, alterada pela Instrução 335/00, sobre o qual não teceremos maiores detalhes visto fugir ao foco da presente pesquisa.

6.3.2 Da Análise dos processos sancionadores

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM poderá impor sanções aqueles que cometerem infrações ao mercado, seja pessoa física ou jurídica a depender da compatibilidade do ato e da penalidade, com a função de desestimular as condutas a reprováveis.

Tais sanções se dividem em advertência, multa, suspensão e inabilitação para o exercício de cargos de administrador, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos, suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta lei, cassação de autorização ou registro, proibição

temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

De acordo com a data marco estabelecida e com os critérios designados foram analisadas 75 (setenta e cinco) decisões de procedimentos sancionadores de rito ordinário, todos decididos pela Comissão de Valores Mobiliários entre os anos de 2008 e 2009.

Verificamos que em um único procedimento a Comissão de Valores Mobiliários – CVM apura dois ou mais tipos de infrações tendo por sujeitos passivos os administradores e acionistas das companhias listadas na Bolsa.

O período de duração de um procedimento varia entre dois e três anos até a decisão proferida pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, sem contarmos com a possibilidade do julgamento do recurso do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

A tabela a seguir sintetiza as principais infrações apuradas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, dentro do conjunto de procedimentos analisados, bem como os tipos de penalidade aplicados:

INFRAÇÕES	MULTAS	ADVERTÊNCIA	INABILITAÇÃO	ABSOLVIÇÕES
FALTA DE ATUALIZAÇÃO DE REGISTROS PERANTE A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	9			
ABUSO DE PODER DE CONTROLE	2			2
ABUSO DE DIREITO DE VOTO	1			
CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLÉIAS	13	3		1
VIOLAÇÃO DE DEVER DE SIGILO	2		1	
NÃO PUBLICAÇÃO DE FATO RELEVANTE	6	2		1
VIOLAÇÃO DO DEVER DE INFORMAR	5			2
IRREGULARIDADES FICHAS CADASTRAIS	1			
PRAZOS E PUBLICAÇÕES DE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	15			2
INFORMAÇÕES PRIVILEGIADAS	1	1	1	1
IRREGULARIDADES NA ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS	4	2		
MANIPULAÇÃO DE MERCADO	1	1		1
DEVER DE DILIGENCIA DE ADMINISTRADORES	1	2		2

* A hipótese foi baseada em número de infrações apuradas no total das 75 decisões analisadas, das quais em média se verifica a apuração de ao menos 2 tipos de infração.

Do universo das penalidades aplicadas, a partir da amostragem avaliada, temos tivemos 70,93% (setenta inteiros e noventa e três centésimos por cento) de condenação dos acusados com a conseqüente imposição de multa pecuniária, em face da média de 13,95% (treze inteiros e noventa e cinco décimos por cento) de absolvições, 12,79% (doze inteiros e setenta e nove centésimos por cento) de aplicação de advertências e 2,33% (dois inteiros e trinta e três centésimos por cento) de inabilitações.

Conforme o parágrafo 1º do artigo 11 da Lei 6.385/76, o valor máximo das multas é de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) por acusado e não por companhia ou corretora, ou 50% (cinquenta por cento) do valor da emissão ou operação irregular; ou ainda, três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito, sendo que, a dosagem levará em conta a culpabilidade do infrator.

Pelos estudos realizados notamos que os montantes de condenação das multas impostas variam desde R\$ 10.000,00 (dez mil reais), sendo que o valor mais alto da sanção foi de até o teto máximo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil) por acusado, sendo que pela somatória estes podem alcançar a até R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais), como foi o caso da condenação dos dirigentes do Banco de Estado de Sergipe, Banese¹⁶².

O foco das investigações administrativas conduzidas pela Comissão de Valores Mobiliários desde antes da desmutualização da Bolsa de Valores e da constituição da Bovespa Supervisão de Mercados foi o de apuração de descumprimento de regras de demonstrações financeiras das sociedades abertas o

¹⁶² Em decisão proferida no julgamento do PAS CVM nº RJ2008/4877, realizada em 12 de maio de 2009, o Colegiado da CVM, por unanimidade de votos, com base nas provas dos autos e fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu:

- 1) Aplicar ao Estado de Sergipe a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00;
- 2) Aplicar ao acusado Jair Araújo de Oliveira a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 250.000,00;
- 3) Aplicar ao acusado Antônio Carlos Borges Freire a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00;
- 4) Aplicar aos acusados Antonio João Rocha Messias, Eduardo Prado de Oliveira, Etélio de Carvalho Prado, Francisco José dos Santos Neto, José Figueiredo, Max José Vasconcelos de Andrade e Petronio de Melo Barros a pena de multa pecuniária individual no valor de R\$ 150.000,00; e
- 5) Aplicar ao acusado Edgar d'Avila Melo Silveira a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00.

Participaram do julgamento os diretores Marcos Barbosa Pinto, relator, Eli Loria, Eliseu Martins, Otávio Yazbek e a presidente da CVM, Maria Helena do Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão.

que corresponde a 19,77% (dezenove inteiros, e setenta e sete centésimos por cento) das infrações apuradas.

Tal fato, este fato demonstra certa tendência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM a averiguação de divulgação de informações contábeis, posto que a maioria das investigações e decisões condenatórias baseiam-se em irregularidades de publicação e apresentação das demonstrações financeiras.

Referida preocupação tem razão de ser posto que a análise das demonstrações visa extrair informações para a tomada de decisão de um acionista, posto que revela a posição econômico-financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras, informações necessárias para que um investidor organize suas operações de troca de títulos.

Os motivos desta centralização podem variar, dos quais podemos considerar que este tipo de infração realmente seja o mais cometido e de maior facilidade de apuração, posto que semestralmente as empresas listadas devem apresentar periodicamente suas demonstrações financeiras para publicação e registro na autarquia, ou, ainda que realmente esta seja uma das maiores preocupações do órgão regulador.

CONCLUSÃO

As bolsas surgiram do interesse dos operadores em se organizarem com a finalidade de diminuir os custos de transação, proporcionando o acesso às ofertas, o monitoramento das trocas e a liquidação dos ativos em um só local.

No Brasil, a Bolsa de Valores recebeu características de instituição a partir do século XIX, durante a reestruturação econômica do país, sendo que após a centralização física das operações, impulsionada pelos próprios corretores, o Estado passou a intervir fortemente na organização do mercado, regulamentando-o segundo necessidades de fiscalização e inspeção.

Neste contexto, o Estado atribuiu à atividade de negociação de títulos e mercadorias praticada pelos corretores a qualidade de atos de relevante interesse público, os quais por sua natureza poderiam ser tratados como serviços públicos diante do controle exercido pelo Estado.

Chegou-se ao ponto de criar cargos de “corretores oficiais”, pessoas dotadas de *múnus* público, e fé pública, que todavia, agiam em defesa de interesses particulares.

Há de se notar que a evolução do mercado de ações brasileiro contou com a ativa participação do governo em 1964, época em que a Bolsa de Valores de São Paulo assumiu um caráter corporativo e institucionalista.

Desde então a Bovespa assumiu o caráter de pessoa jurídica de direito privado sem finalidade lucrativa, formada pela associação civil de corretoras detentoras de títulos patrimoniais, regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional, e mais tarde, na década de 70, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Sob a nova concepção, a Bolsa conquistou sua autonomia técnica, administrativa, financeira e patrimonial. Criou um sistema de informações e um estabelecimento adequado para realização de negociações de valores mobiliários, que proporcionou aos participantes do mercado a fixação de preços das cotações de ações, a preservação da credibilidade das transações de ativos nela realizadas para investidores, acionistas, agentes e o público em geral.

Desde então, é patente que a Bolsa exercia relevante função e participava ativamente no contexto de captação de recursos para empresas que abriam o

capital, via mercado primário. Esses serviços possuíam a natureza pública e daí porque da delegação de poderes regulatórios a Bolsa de Valores, que, inclusive foi intitulada pela Lei 6.385/76 como “órgão auxiliar da Comissão de Valores Mobiliários”.

Com o passar do tempo o investimento em valores mobiliários teve grande desenvolvimento, a economia brasileira deu sinais de aceleração, de forma que se proporcionou a abertura para o mercado externo, permitindo que investidores estrangeiros atuassem no mercado nacional, e que empresas nacionais listassem seus ativos e ações nas praças internacionais.

Desta forma, o volume de negociações nas bolsas no Brasil elevou-se, mas ainda sofria efeitos colaterais, já que o acesso facilitado a bolsas internacionais permitiu a redução dos custos, o que acabou por tornar o mercado já desenvolvido mais atraente.

Desde então o mercado nacional passou por uma nova fase, foi então que a Bovespa investindo em tecnologia iniciou suas mudanças estruturais, buscando maior garantia de segurança do sistema, bem como sua maior capacitação.

Projetos para a democratização do mercado foram desenvolvidos, possibilitando o cidadão a investir em ações diretamente ou por meio dos fundos de investimento.

Neste contexto, seguindo uma tendência internacional, a Bolsa de Valores de São Paulo passou pela desmutualização e abriu seu capital, o que representou verdadeira transformação não só jurídica, mas também estrutural, deixando de ser uma associação mútua de corretores sem fins lucrativos, passando a atuar no mercado como uma empresa.

Em seguida, a Bolsa de Mercadorias e Futuro – BM&F também ofertou publicamente suas ações e posteriormente, sob autorização da CVM, foi concebida a fusão entre estas duas bolsas, a Bovespa e a BM&F.

A partir destas transformações estruturais da Bolsa de Valores, a ideologia do sistema de regulação do mercado merece ser revista, diante de uma nova realidade.

Desde sua instituição como associação sem finalidade lucrativa, a Bolsa de São Paulo exercia atividades autorregulatórias sobre o mercado de valores mobiliários, fosse pela produção de atos normativos, fosse pela imposição de sanções administrativas em caso de infrações.

A ideologia de mercado até então desenvolvida permitia que a Bovespa exercesse seu papel de monitoramento de mercado sem maiores questionamentos uma vez que o sistema capitalista a tinha como mero instrumento para seus fins, ou seja, mero local de operações, que tinha o dever de fiscalizar quem dele participasse.

A partir de sua transformação societária a BM&F BOVESPA sofreu uma mudança de finalidade, como empresa, deve ela lucrar com as fontes de receita advindas de seus produtos e principalmente dos emolumentos pagos por cada operação realizada (compra, venda e aluguel de ativos), a fim de distribuir dividendos a seus acionistas.

Esta situação, era prevista em nosso sistema como mera possibilidade, porém toda a estrutura de regulação de mercado até então implantada foi construída de forma a considerar a Bolsa de Valores como um braço do poder público.

Nosso sistema regulatório foi construído com base na teoria do interesse público, e dividiu os poderes de controle de mercado entre a Bolsa de Valores e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A primeira recebeu por delegação do Estado poderes regulatórios exercidos por atos de auto-regulação do mercado em vista de sua constituição original de associação privada constituída para a prática de serviços de natureza pública, com a finalidade de auxiliar o órgão governamental.

Compete a Bolsa de Valores estabelecer regras de listagem para a abertura de capital de empresas, de autorização para a negociação de títulos diversos, controle de informações e procedimentos administrativos para aplicação de penalidades a empresas e as corretoras.

Já a CVM teve uma origem distinta, nasceu como entidade pública, autarquia federal que recebeu por delegação do Estado o poder de controle do mercado a ser exercido através do registro de companhias abertas, da edição de normas e pareceres, da fiscalização de documentos e pela condução de procedimentos administrativos.

Especialmente sobre as Bolsas de Valores, a CVM tem uma função restrita à edição de normas gerais que envolvam suas condições de constituição e extinção, sobre seus órgãos de administração, e sobre o exercício do poder destas entidades sobre seus membros.

Este tipo de controle foi implementado para um sistema no qual a Bolsa de Valores não concorria internacionalmente e não conhecia o conflito entre o monitorar e o lucrar com o mercado.

Hoje, como sociedade anônima a Bolsa de Valores tem outra estrutura e novos obstáculos, em sua nova concepção seu poder regulatório foi remontado, foi constituída uma entidade controlada voltada para a apuração de infrações, que inclusive pode obrigar os membros do mercado a ressarcir prejuízos daqueles que se sintam prejudicados.

Este fato revela uma necessidade de se mudar a ideologia do mercado, sendo que, a Comissão de Valores Mobiliários -CVM em seu papel controlador deve ver a Bolsa com outros olhos, não só como local de operações, mas também como empresa, sociedade de capital aberto. Ou seja, a Bolsa também deve possuir o mesmo tratamento como qualquer outra empresa registrada na própria Bolsa.

Nesta nova concepção, o poder auto-regulatório da Bolsa de Valores deve ser mais controlado, posto a possibilidade que ela tem de influenciar o controle das operações

O mercado de capitais é questão de interesse público, posto que seu desenvolvimento não interessa tão somente aos investidores. Como empresa privada, a Bovespa chamaria para si os encargos financeiros da estruturação do sistema autorregulatório, tal custo via direta ou indireta refletiria no seu fluxo de caixa, com o risco de ser tal diferença repassada no preço dos emolumentos, atingindo a todos que se utilizam do mercado e em uma escala menor a seus próprios acionistas (“donos da bolsa”).

A Bolsa de Valores é responsável pela organização das transações de valores mobiliários, e, de certo modo pelo impulso do mercado. A ela vinculam-se grandes empresas, negociam-se altos valores, enfim circula o poder econômico, por tal razão, e nos dizeres de Max Weber, em nosso sistema capitalista a “*Bolsa é indispensável*”¹⁶³, considerando-se seu poderio de realização do mercado a “*grosso modo*”.

Mesmo como empresa, é dever da Bolsa de Valores evitar a fraude, a criação de condições artificiais de demanda e oferta dos ativos negociados e

¹⁶³ WEBER, Max. *A bolsa* (Die Borse). Reimpresso em Lisboa: RelógioD´água, 2004. p.45.

principalmente assegurar a segurança do mercado e o respeito às práticas eqüitativas, adotando, inclusive, medidas de proteção a seu patrimônio.

Estudada pelo viés do mercado secundário, a Bolsa proporciona uma reavaliação diária de investimentos permitindo com que cada investidor repense suas aplicações, e que assim, condiciona a direção dos investimentos.

A variação do volume e das cotações dos ativos negociados na Bolsa dependem de diversos fatores econômicos, um deles, é a própria expectativa e a confiança que os negociadores empenham na transação bursatil, e por conseqüência no investimento.

Se por um lado empresas que necessitam se capitalizar buscam no mercado primário de ações o ambiente ideal para adquirir o montante necessário para investir em projetos objetivando seu crescimento, por outro, os especuladores não têm sua atenção voltada para a circulação das riquezas, tão pouco se preocupam com o deslinde macroeconomico do cenário mundial. Esses participantes do mercado apenas se atêm nas cotações e buscam a liquidação rápida, eficaz e vantajosa, preocupando-se em comprar e vender ações sem mesmo conhecer a empresa cujo capital está sendo emitido.

O mercado de capitais sofre a influência de compradores que ignoram até mesmo os objetos sociais das empresas de que adquirem ações e de especuladores interessados na mudança de opinião para o próximo minuto a estimativas racionais de investimento.

Com a rapidez dos negócios na Bolsa, a expectativa a longo prazo perde os critérios racionais, permitindo que o objetivo deixe de focar um investimento para focar uma chance de dinheiro fácil, fugindo dos critérios normais de investimento.

A decadência, em regra ocorre de modo repentino, mas a recuperação depende de uma evolução gradual, dinâmica e interdisciplinar, atingindo economia, direito e sociologia.

Com a potencialização de investimento advinda do crédito, o mercado financeiro e capitais se desenvolve, a negociação de papéis aumenta, e seus valores se desvinculam dos valores reais de produção que lhe deram origem, o que equivale a uma valorização imaterial, especulativa.

Não existe mais vinculação entre a propriedade e a gestão do capital, o veículo de tal processo é a Bolsa de Valores, realiza verdadeiros projetos de venda, como uma luta pela sua democratização, visando a expansão de operações para

que assim se eleve o valor dos emolumentos recebidos, e por conseqüência de seu lucro.

Por certo, há de se reconhecer determinada incapacidade de auto-regulação do sistema, a natureza humana não permite a total coincidência dos interesses individuais e coletivo.

A especulação do mercado de valores mobiliários pode levar a flutuações repentinas que se relacionam com o investimento e não pode ficar a cargo do lucro de uma Bolsa Privada.

Sem controle, a rápida expansão dos negócios da Bolsa levam a possível desestabilidade do investimento, pelas razões citadas por Luis Catão com base nos estudos keynesianos:

..facilita a obtenção de fundos sem requerimentos estritos sobre a avaliação da rentabilidade futura de um projeto de investimento. O que passa a ser importante é o valor futuro atribuído aos ativo da respectiva firma no mercado de ações; e tal mercado é frequentemente sujeito a rumores e crenças arbitrárias. Em segundo lugar a presença de muitos proprietários fazem com que eventuais fracassos tenham uma repercussão social muito mais ampla. Terceiro, o mercado de ações permite um ativo físico se tornar uma condição transitória para o investidor individual, embora permaneça sendo uma constante para a sociedade como um todo¹⁶⁴.

A regulação do mercado deve passar pelo desafio de controlar esta nova situação do mercado brasileiro, posto que em sendo uma empresa, a Bolsa de Valores se volta à captação de recursos junto ao público, tema de interesse da coletividade.

Para superar este desafio o mercado pode contar com a intervenção do Estado, que tem força para organizar e aperfeiçoar o capitalismo e o mercado como um todo por meio da planificação, da elaboração de suas agendas, exercendo funções que não podem depender somente dos agentes privados, como é o caso do controle da moeda, do crédito, da poupança/investimento, organizando-se assim o mercado de capitais para a distribuição da poupança por meios racionais, além de questões de desenvolvimento de política nacional.

Em um primeiro momento, a convergência de interesses entre administradores da bolsa, seus membros e as companhias listadas aliados à

¹⁶⁴ CATÃO, Luis. Do tratado sobre a probabilidade da teoria geral: o conceito de racionalidade em Keynes. *Revista de Economia Política*. V. 12, n. 1, 1992. p. 71.

intenção de diminuir custos e não diretamente de auferir lucros impulsionaram sua constituição como associação sem fim lucrativo, já como empresa, é inevitável o conflito.

O mercado de capitais tem um papel importante, não só na sua função econômica de alocação eficiente da poupança, como na sua dimensão social de geração de empregos na cadeia produtiva da economia, de acesso de novos empreendimentos, a constituição de empresas emergentes e de participação crescente dos trabalhadores no capital das empresas através de novos instrumentos de poupança previdenciária.

Por certo, o próprio Estado é capaz de estabelecer limites aos seus participantes do mercado e as atividades mercantis de um modo geral reconhecendo imperfeições de modo a tentar eliminá-las em benefício do interesse público.

Neste aspecto, cuidados devem ser tomados no uso da expressão “interesse público” quando empregado nas normas reguladoras do mercado de modo a evitar o uso de uma conotação vazia, sem sentido, capaz de garantir poderes ao Estado arriscando atividades arbitrárias e a eventuais abusos.

Na eventualidade de uma falha do sistema regulatório, Bovespa e a CVM passam por uma tensão derivada da perda de confiança do público o que leva, a longo prazo, efeitos negativos em vários segmentos de mercados regulamentados e de outros. Caso constatado tal fato, em última instância, compete ao Estado o zelar pela manutenção do *status quo* e pugnar para que não aconteça novamente.

Regrar não basta. A instrumentalização de políticas econômicas como o caso da atuação da Bolsa no mercado de capitais devem ter uma interpretação eficaz.

A garantia da segurança do mercado cabe tanto a regulação estatal quanto às atividades de auto-regulação supervisionada, como é o caso da BM&F BOVESPA, já que ambos usam do mesmo argumento, o monitoramento de mercado em prol da coletividade.

A Bolsa de Valores pode ser vista como um dos símbolos do capitalismo, e por mais que se exija de sua parte a boa vontade kantiana, sempre haverá a possibilidade de conflito entre o individual e a racionalidade social. Desta forma, é função do Estado organizar o mercado de forma a assegurar aos próprios agentes privados a possibilidade de alcançar seus objetivos pessoais.

Outrossim, ainda se reconhece o risco da falta de aptidão e de agilidade do Direito frente à movimentação do mercado, o que faria da auto-regulação o melhor

caminho, porém, não se pode permitir que a Bolsa de Valores se utilize do interesse público de forma distorcer o verdadeiro fim da norma do ponto de vista social e econômico sem se prender a interesses próprios.

A própria regulação governamental se divide em uma base casuística, advinda sem planejamentos e uma base de política econômica determinada, delineada em lei¹⁶⁵.

Ao conceber um sistema auto-regulador/regulador para o mercado, o Estado deve definir os objetivos políticos, a se pensar em políticas sociais, no equilíbrio de custos, e pesar os riscos para o público e os seus indivíduos de eventuais falhas no sistema.

A auto-regulação coloca a responsabilidade para elaborar e aplicar os regulamentos nas mãos daqueles que devem ser regulamentados, buscando fundamento nos princípios de um mercado livre.

O objetivo maior é o da preservação da garantia e da confiança do sistema. Se por um lado o mercado regulado pode levar ao crescimento econômico, uma vez que seja usado erroneamente pode levar ao descrédito, e à desigualdade.

A auto-regulação deve ser autorizada pelo ordenamento e deve ser desenvolvida em cooperação com o Estado com o devido respeito aos princípios do Direito.

Com o aumento crescente da concorrência entre as bolsas empresárias, é necessário avaliar a melhor forma de controle do mercado e da bolsa, seja pela auto-regulação ou pela regulação, em função de uma série de deficiências e vulnerabilidades, incluindo, risco sistêmico de conflito de interesses dentro dos mercados de valores mobiliários, recursos para vigilâncias das agências de supervisão de mercado e de seus membros, mecanismos de financiamento da auto-regulação.

A consecução dos objetivos de um órgão regulador é condição para o desenvolvimento do mercado em um modelo capitalista, visto que o mercado em si traz algumas deficiências, devendo o Estado agir para a harmonização dos conflitos.

Por certo a evolução da legislação brasileira algumas vezes gerou desconforto ao tratar a Bolsa como um “órgão” auxiliar do Estado, a lei 4728 de 1965

¹⁶⁵ O sistema americano de regulação por meio de agencias reguladoras é um modelo para os mais diversos países

em seu artigo sexto garantia a autonomia de tal entidade, mas subordinava sua supervisão ao Banco Central, mais tarde a lei 6.385 de 1976 substituiu o órgão supervisor, assumindo tal função a Comissão de Valores Mobiliários, então recém instituída.

Frente a esta autonomia legalmente preservada, a Bolsa se enquadra em uma situação de mera supervisão do Estado exercida pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, cujos efeitos restringem-se em manter orientações e inspeções para verificação de cumprimento dos objetivos, excluindo-se qualquer forma de subordinação, ou seja, vedada está qualquer vinculação a entidade subordinada.

Eventuais conflitos de interesse devem ser coibidos efetivamente pela Comissão de Valores Mobiliários- CVM, que tem o poder de suspender a execução das normas regulamentares baixadas em decorrência da auto-regulação e adotar outras normas que entenda adequadas.

O Estado deve intervir, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM poderá agir ativamente na fiscalização de regulamentos, e de procedimentos da Bolsa. O controle do Estado por meio da Comissão de Valores Mobiliários é voltado de forma concreta mais ao investidor e a abertura de capitais do que a própria Bolsa, que organizou seu universo por meio de seus próprios meios.

A CVM direciona sua função disciplinar a questões contábeis, publicidade de demonstrações financeiras, fundando-se na transparência das informações, o que revela seu formalismo.

Hodiernamente, no Brasil coexistem os sistemas de regulação e de auto-regulação, sem a repulsa de um para outro, o órgão regulador conserva a competência residual a fim de se evitar eventuais inconvenientes da regulação privada em prol do interesse público.

Para maior segregação dos poderes da Bolsa, como alternativa pode ser criada de uma empresa nacional de custódia e liquidação de operações não vinculada, absolutamente independente e cujo capital seja subscrito por outros intermediários financeiros e pelo Estado.

A confiabilidade do mercado é matéria de interesse coletivo, envolvendo questões jurídicas de elaboração de leis que descrevam as garantias do investidor, de mecanismos de efetiva satisfação de demandas perante o poder judiciário, além de outros pontos que envolvem os poderes públicos.

Tais garantias são pressupostos do próprio Estado, responsável pela organização e estabilidade jurídica das relações, seja pelo acesso à Justiça e a eficácia das decisões judiciais de forma a assegurar os direitos em caso de eventuais conflitos¹⁶⁶.

O Estado, pois, deve intervir no mercado de forma a contra-atacar as conseqüências negativas do capitalismo, como a injusta distribuição da riqueza, criar e assumir maior responsabilidade na organização nos investimentos restringindo a auto-regulação da economia capitalista, considerando-se a inerente incapacidade do sistema de harmonizar busca pelo enriquecimento privado e distribuição da riqueza na sociedade.

Porém o papel estatal deve ser desenvolvido sem o risco da opressão, já que seus freios advêm da própria atuação da sociedade como um todo, e da própria lei, devemos pensar em Estados de legitimidade e democracia.

A qualidade do mercado brasileiro depende da criação de mecanismos mais adequados de funcionamento, da existência real do *full disclosure*, que significa transparência completa, proteção dos minoritários e especialmente, sobre a segurança dos negócios da bolsa.

A Bolsa deve manter a segurança das transações nela realizadas, considerando-se ademais que investidores, empresas e corretoras dependem de sua credibilidade para a viabilização de negócios e o fomento do mercado, e não há meios que o faça sem a regulação Estatal.

Caberá ao Estado dimensionar a atuação da Bolsa de Valores de São Paulo, de modo a garantir a segurança e a certeza jurídica necessária para a movimentação de negócios mobiliários, cabendo a ele regular as situações decorrentes da desmutualização, e planejar a economia.

Dita segurança, não há de advir tão somente da publicidade de uma empresa em expansão, com finalidade pressipuamente lucrativa, depende também de um fortalecimento público, mantido pela fiscalização estatal.

¹⁶⁶ O fato de regular o mercado de capitais permite a Bolsa a expansão de seu poder econômico, permitindo-se, inclusive, que suas decisões influenciam o poder judiciário, como se nota em celebres casos americanos, como por exemplo, "Van Gerner tvs. Boeing Co", pelo qual a empresa Boein Co foi condenada ao pagamento de indenização a investidores em razão de descumprimento de regras da Bolsa de Nova Iorque (In: EIZIRIK, Nelson. *A reforma das S/As e o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p.9.

É tarefa também do jurista fazer a adequação dos sistemas a nova realidade econômica, de forma a proporcionar o aperfeiçoamento do direito frente à economia, o Estado pode fortalecer a segurança do mercado, propenso a crises, assegurando a possibilidade de conciliação do interesse de lucro da “Bolsa Empresa” com o papel regulador que ela exerce.

Em termos financeiros, o sucesso de qualquer sistema depende da concretização globalmente positiva de um valor atual líquido das vantagens para os prestadores dos serviços ou produtos contra os custos incorridos os benefícios da associação. As normas governamentais regradoras da Bolsa e do mercado em si devem respeitar algumas sutilezas do auto-interesse, mas devem primar pelo coletivo.

As múltiplas formas de regulação e versões de “melhor prática” irão continuar a evoluir no regulamento e continuarão a refletir nas normas sociais e no histórico estrutural regulador de cada país ou do mercado. No entanto, o vigilante funcionamento do regulador é fundamental, especialmente porque a integração no mercado mundial continua a evoluir.

Para regular tais situações e ainda prevenir a economia de crises e depressões, cabe ao Estado a intervenção devidamente limitada pela lei e fiscalizada pelo direito para demonstrar integridade, competência, diligência e, em a persecução dos objetivos da regulação.

O governo como regulador deve agir a fim de desfazer os danos causados pelas medidas anticoncorrenciais políticas, a gerência pode mesmo ter sinceras expectativas que as normas serão levantadas independentemente dos conflitos de interesses públicos.

A eficiência do mercado diz respeito à capacidade do mercado de forma eficiente dos preços e proporcionar liquidez aos títulos negociados a baixo custo. À primeira vista, a integridade do mercado e eficiência pode parecer estar em oposição.

Cabe sim ao direito a implementação de regras para proteção dos investidores perseguindo a credibilidade do mercado e da própria Bolsa, é por sua presença atuante que se pode alcançar a confiança nestas instituições.

Qualquer imperfeição deste mercado não se esgota entre as pessoas diretamente envolvidas na relação bolsa, investidores e corretores, mas alcança algo

maior que pode levar a depreciação do mercado correndo-se o risco de não cumprir adequadamente sua função.

As bolsas existem em função do desenvolvimento econômico e financeiro, considerando-se o Brasil como mercado emergente há de se convir que as condições básicas para a manutenção da confiabilidade do mercado não são completamente eficazes, ainda temos um sistema jurídico e legal falíveis. Tudo isto revela mais pontos que fortalece o maior controle da Bolsa.

Cabe ao Estado divulgar, ensinar e desenvolver o mercado de capitais e, a partir daí prover à Bolsa de Valores os instrumentos e limites necessários para sua atuação buscando o desenvolvimento equilibrado do país.

Participantes, reguladores, investidores e outros estão a debater a viabilidade de auto-regulação, em especial à luz do complexo empresarial realinhamentos e consolidações e da prevalência de cada vez mais produtos mais sofisticados e de estratégias de comércio.

O que se tem questionado é a utilidade da auto-regulação como agente de proteção do interesse público e da confiança, ou seja, da integridade do mercado, para tanto normas e requisitos ajudam a enquadrar as atividades das bolsas.

O Estado deve delinear claramente qual o limite de competência da Bolsa sem engessar os procedimentos, de modo que se evite o risco de duplicidade de regras repartindo as responsabilidades e permitindo a fiscalização direta do governo sobre o órgão de supervisão.

No mínimo o governo deve fornecer um nível adicional de conforto, porém os custos não podem exceder aos benefícios da regulação, nestes termos temos a regulação oficial capaz de regular os fatos em um movimento descendente, como também temos em parte a possibilidade de inversão dos atos, e um movimento ascendente da força da norma que, por diversas vezes sugadas de processos auto-regulatórios.

Como já visto nos países mais conservadores da Europa e no próprio Brasil do passado a Bolsa de Valores pode sofrer a rotulação de verdadeiras prestadoras de serviço público, o que é de total vinculação a sua função de fiscalização e regulação do mercado de capitais.

Na verdade, ao longo de toda história do mercado de capitais brasileiro, a desmutualização de bolsas é uma novidade sem precedentes, o que dificulta a determinação de parâmetros atuais.

O mercado deve ter a garantia da manutenção e controle do desenvolvimento, protegendo o investidor, visto não deter controle direto cuja aplicação patrimonial é feita na expectativa de lucro

O que inibe a instabilidade do sistema é existência de instituições que possam efetivamente controlá-lo, por meio de políticas que assegurem condições de prosperidade sustentável e mais equitativas em termos sociais.

A desregulação dos mercados leva a perda do controle, o Estado é maior que o mercado, e por políticas e regulações jurídicas deve impor os limites necessários ao bom desenvolvimento econômico, ele é o sistema constitucional garantidor da organização social, cabendo a ele garantir a existência do mercado, por exemplo, é o Estado que promove a queda na taxa de juros de modo a impulsionar aos investidores a continuarem investindo.

No sistema capitalista em que homens exploram outros homens, o produto do trabalho é a mercadoria, que negociada gera o lucro, a Bolsa de Valores não passa de uma instituição onde o lucro é gerado em grande monta, devido ao alto volume das transações ali realizadas.

As normas de direito econômico influentes no mercado de capitais se resumem a um conjunto de normas jurídicas pelas quais se exerce a política econômica, ao regular o mercado o Estado está tomando a decisão de não eliminar as forças do mercado, reconhecendo sê-la de interesse público.

Diante da atividade privada da Bolsa de Valores, e mais que isso de seu duplo papel regulador e empresarial, a estrutura regulatória pode vir a ser repensada, a ideologia das normas modificada, os temas regulatórios da Bolsa mais destacados, e a CVM se proporcione os meios adequados para um posicionamento mais ativo também em face da Bolsa enquanto empresa.

REFERÊNCIAS

- ABRÃO, Carlos Henrique. A Bovespa e a BM&F no mercado globalizado. *Revista do Advogado*. São Paulo, n. 96, p; 05, 2008.
- ALVES, Daniela. Bolsa de Valores: sua origem, seu mercado e suas aplicações. Disponível em: <http://www.univap.br/biblioteca/hp_dez_2002/Revisada%20dez%202002/004.pdf>. Acesso em: 16 de novembro de 2007.
- AGGARWAL, R. *Desmutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges*. Georgetown University. Washington, 2002.
- ASSAF NETO. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2003
- BACHA E. L. e OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais e desafios brasileiros*. São Paulo: ANBID, 2005.
- BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica da Bolsa de Valores. *Revista da Faculdade de Direito de São Paulo*. Vol 54, tomo I, p. 93-129, 1959.
- BECKER Gary S. *The economic approach to human behavior*. Chicago: The University of Chicago Press, 1976.
- Bovespa Holding S/A. *Prospecto Definitivo*. São Paulo: 2007
- Autorregulação, “Bolsa S.A.” e os *Discussion Papers* da IOSCO. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/Artigo_26122006b.pdf> Acesso em: 24/09/2007.
- Bovespa Holding S/A. Estatuto Social. São Paulo: 2007.
- BMF S/A. Estatuto Social. São Paulo: 2007.
- BONAVIDES, Paulo. *Do Estado Liberal ao Estado Social*. 7 ed. São Paulo: Malheiros, 2004.
- BRASIL. Decreto 806 de 12 de abril de 1851. Regula a cotação oficial dos fundos publicos, ações de companhias, metais preciosos, e a verificação do curso dos cambios e descontos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Historicos/DIM/DIM6132.htm>. Acesso em 05 de mai de 2007.
- BRASIL. Lei 2146 de 1953. Manda Aplicar Aos Corretores, Camaras Sindicais, Juntas, Bolsas de Mercadorias e Caixas de Liquidação de Todo o Pais, a Legislação Anteriormente Decretada para o Distrito Federal, e da Outras Providencias. DOU. Diario Oficial da União, 05 Janeiro 1954 (núm. 2146). Disponível em:

<<http://br.vlex.com/vid/aplicar-corretores-camaras-decretada-34059336>>. Acesso em 25 de set de 2008.

BRASIL. Lei 5.143, de 20 de outubro de 1966. Institui o Imposto sobre Operações Financeiras, regula a respectiva cobrança, dispõe sobre a aplicação das reservas monetárias oriundas de sua receita, e dá outras providências. *D.O.U. Diário Oficial da União*, 24 de outubro 1966. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/LEIS/L5143.htm>>. Acesso em 23 de out de 2008.

BRASIL. Lei 4595 de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *D.O.U. Diário Oficial da União* de 31 janeiro de 1965. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L4595.htm>> . Acesso em 14 de ago de 2008.

BRASIL. Lei 4728 de 1965 . Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *DOU. Diário oficial da União* de 16 julho de 1965. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Leis/L4864.htm>>. Acesso em 15 de jul de 2008.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional –CMN. Resolução 39/66 de 22 de novembro de 1966. Disponível em: <<http://www.fiscosoft.com.br/indexsearch.php?PID=6976>>. Acesso em 14 de set de 2008.

BRASIL. Lei 6.385 de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *D.O.U. Diário Oficial da União* de 9 dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L6385.htm>>. Acesso em 10 de ago de 2008.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. CMN. Resolução 922 de 14 de maio de 1984. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=084000052&method=detalhaNormativo>>. Acesso em 25 de ago de 2008.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. CMN. Resolução 1645 de 01 de maio de 1989. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=089147594&method=detalharNormativo>>. Acesso em 14 de ago de 2008.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. CMN. Resolução 2692 de 26 de Jan de 2000. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=100016877&method=detalharNormativo>>. Acesso em 14 de ago de 2008.

- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. CVM. Instrução 461 de 2007. Disponível em: < <http://www.Comissão de Valores Mobiliários.gov.br/>>. Acesso em 18 de ago de 2008.
- BUENO FILHO E INGLÊS DE SOUZA. Bolsa de valores e litígios societários. *Valor Econômico*, São Paulo, 08 novembro de 2007.
- CANTIDIANO, Luis Leonardo. *Direito societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
- CARISTINA, Jean Eduardo Aguiar. Os modelos jurídicos na autorregulação. *Prisma Jurídico*. São Paulo, v.5, 2006, p. 113-131)
- CARSON, John W., Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them? (December 2003). *World Bank Policy Research Working Paper No. 3183*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=636602>>. Acesso em: 25 jul de 2008.
- CARVALHOSA. Modesto. O caráter normativo dos regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS*. Rio de Janeiro, v. 2, n. 6, p. 51, 1984.
- CARVALHOSA, Modesto. A nova lei de ações e o mercado de capitais. In: *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. Coordenador Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999.
- CARVALHO, José Murilo de. *Cidadania no Brasil: o longo caminho*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001. p. 215.
- CASAGRANDE NETO, Humberto. *A abertura do capital de empresas no Brasil*. São Paulo: Atlas. 1989.
- CASTRO, Rapahel Velly. O mercado de capitais como imperativo desenvolvimentista. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 126, p. 42, 2002.
- CESAR, Abelardo Vergueiro. *La Bourse de Paris. Et son influence au Brésil*, 1946
- CFA - Institute Centre for Financial Market Integrity. *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?. 2007*. In: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n7.4819>. Acesso em 10 de out de 2009.
- CLAESSESN, Stijn et alli. *The future of Stock Exchanges in Emerging Economies: evolution and prospects*. The Whartin School. Pensilvania, 2002.
- CHESNAIS, F. *Mundialização Financeira*. São Paulo: Xamã, 1996.

COMPARATO, Fábio Konder. O indispensável direito econômico. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 353, 1971.

COMPARATO, Fábio Konder. Insider Trading – Sugestões para a moralização do mercado de capitais. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 3, 1971.

COMPARATO, Fábio. *Direito Empresarial*. São Paulo: Editora Saraiva, 1995

COSTA, Luis César Amad. Poder regulamentar das autarquias normatizadoras das atividades do mercado financeiro e de capitais. In: *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. Coordenador Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 1, janeiro/março 2003.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese (Doutorado em Direito)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008

EIZIRIK, Nelson. *A reforma das S/As e o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e de Mercado de Capitais*. São Paulo: Forense, 1987.

EIZIRIK, Nelson e WALD, Arnold. O Regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 61, p. 5, 1986.

FERREIRA, Alcides; HORITA, Nilton. *BM&F: A História do Mercado Futuro no Brasil*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1996.

FLORENZANO, Vincenzo. *O sistema financeiro e responsabilidade social, uma proposta de regulação fundada na teoria da justiça e na análise econômica do direito*. São Paulo: Texto Novo, 2004.

FOUCUALT, Michel. *Microfísica do Poder*. 23 ed. São Paulo: Graal Editora, 2007.

GALVÃO, Alexandre. *Mercado Financeiro. Uma abordagem prática dos principais produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GORGA, Érika. São Paulo . *Gazeta Mercantil* , 2007, p. HEM 04-19.

- GRAUS, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição Federal (interpretação e crítica)*. São Paulo: Malheiros, 2004.
- GUERREIRO, José Alexandre. Sobre o Poder Disciplinar da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Revista de Direito Mercantil*. n. 43, 1981.
- HAUSER, Karl. O papel do Mercado de Capitais em uma economia de mercado. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. São Paulo, v. I, n. 3, 1975.
- HILFERDING, Rudolf. *O capital financeiro*. Traduzido por Wanda Brant. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- ISRAEL, Jean-Jacques. *Direito das Liberdades Fundamentais*. São Paulo: Manoele, 2001.
- IOSCO: *Issues Papers on Exchange Desmutalization*. IOSCO. Madri, 2001.
- IOSCO: *Expert Meeting on the Trade and Development Implications of Financial Services and Commodity Exchanges (Part I): Model for effective self-regulation*. IOSCO: 2000.
- KANDIR, Antonio. A reforma da lei das sociedades anônimas e o desenvolvimento. *Revista de Direito Brasileiro*. São Paulo. V. 117, p. 53.
- KARMEL, R. *Turning Seats into Shares: Implications of Desmutualization for the regulation of Stocks and Future Exchanges*. Brooklyn Law School. Nova York, 2002.
- KEYNES, John Maynard. 1926, p. 291. *The end of de laissez-faire*. Reimpresso in: CW IX, Londres: MacMillan, 1972.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florêncio & SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Law?. *Working Paper* No. 03-22, julho 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=425880>>. Acesso em 14 de out de 2009.
- LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 14, 1971.
- LEVY, Maria Bárbara Levy. *História da bolsa de valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro, RJ: IBEMEC, 1977.
- LOSS, Louis. O papel do Governo na proteção dos investidores. *Revista de Direito Mercantil*. n. 58, 1985.
- Investor Protection and Corporate Valuation, *Harvard Institute of Economics Research Paper*, No. 1882, Outubro de 1999. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=192549>.. Acesso em 25 de set de 2008.

- LOPES DE SÁ, Antonio. *A Bolsa de valores e os valores da Bolsa*. Rio de Janeiro: Apec, 1971.
- MARCEY e OHARA, *From markets to venues: securities regulation in an evolving world*, *Santanford Law Review*, 58/564
- MAREK, Marie Therese e HAISS, Peter. Stock Exchange M e A, FDI Desmutualization: industrial organization change to the better or the worse
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 59, 1984.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. A natureza jurídica da bolsa de valores. *Revista do Tribunais*. São Paulo, v. 603, 1986.
- MASCARO, Alysso Leandro. *Crítica da legalidade e do Direito Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.
- MASCARO, Alysso Leandro. *Introdução à Filosofia do Direito: dos Modernos aos Contemporâneos*. 2ª ed.. São Paulo: Atlas, 2005.
- MENDIOLA, Alfredo e O'HARA, Mauren. *Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=431580> or DOI: 10.2139/ssrn.431580>. Acessado em 25 de abr 2009.
- MIRANDA, Pontes. *Tratado de Direito Privado*, t. XLIII, pp. São Paulo: Bookseller Editora, 1984.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os princípios informadores do direito no mercado de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.
- PEREIRA, Cristinana. *A questão da integração dos mercados de capitais no âmbito do mercosul com referencial na experiência da União Européia*. São Paulo: FGV, 1998.
- PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais. Fundamentos e técnica*. São Paulo: Atlas, 2007.
- QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. O Conceito de Valor Mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central. In: *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. Coordenador Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999.
- RAMOS, Sofia, Competition Between Stock Exchanges: A Survey. *HEC-University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE*. 2003.

ROCHA, Bolívar B.M. O poder normativo de órgãos da administração. Caso da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 64, p. 41, 1987.

ROCHA, Bolívar B.M. As conseqüências institucionais do novo conceito de valor mobiliário: as competências do CMN, do Bacen e da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. In: *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. Coordenador Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2002.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade Anônima: Interesse Público e Privado. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, n. 127, p. 7, 2002.

SERIFSOY, Baris. *The impact of desmutualization and outsider ownership on Stock Exchange performance – Empirical Evidence*. In: <<http://opus.zbw-kiel.de/volltexte/2006/4009/>> Acesso em 15 de dez de 2008.

SILVA, Enio Moraes da. O Estado Democrático de Direito. *Revista de Informação Legislativa*. a. 42, n. 167, jul./set. 2005.

SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 15ª ed. Malheiros Editores Ltda: São Paulo, 1998.

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações*. São Paulo: Nova Cultural, 1985 p. 119..

TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Sobre o poder disciplinar da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n° 43, julho/setembro de 1981, pp. 64-78.

WALFRIDO Jorge Warde Jr. A desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação do mercado de capitais. *Revista De Direito Mercantil*. ano XLV 144, out-dez 2006.

WEBER, Max. *A bolsa (Die burse)*. Lisboa: Relógio D'água, 2004.

ZANCOPÉ, Gilberto. *O que é Bolsa de Valores*. São Paulo: Brasiliense, 1988.

OUTRAS FONTES DE CONSULTA

<[http:// www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>

[http:// www.cepal.org](http://www.cepal.org)>

[http:// www.lonfdonstockexchanges.com](http://www.lonfdonstockexchanges.com)>

[http:// www.nyse.com](http://www.nyse.com)>

[http:// www.sec.gov](http://www.sec.gov)>

[http:// www.world-exchanes.org](http://www.world-exchanes.org)>

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)