

Atualidades

A DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES E OS NOVOS DESAFIOS DA REGULAÇÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS

WALFRIDO JORGE WARDE JR.

1. Objetivos e síntese de resultados. 2. O movimento de desmutualização das bolsas de valores sob os filtros analíticos fornecidos pelo Law & Economics: 2.1 Os fundamentos econômicos da "bolsa-associação" – 2.2 Centralização e essencialidade: a "bolsa-associação" como organização monopolista: 2.2.1 Os fundamentos da força vinculante do esquema de regulação privada produzido pela "bolsa-associação" – 2.3 As causas do aparecimento da "bolsa-empresa": 2.3.1 O mercado de organização e de administração de trocas econômicas de valores mobiliários: a concorrência entre os múltiplos canais de negociação. 3. O aparecimento da "bolsa-empresa": influências no conteúdo, na importância e na confiabilidade do modelo regulatório atribuído às bolsas de valores: 3.1 A "bolsa-empresa" como reguladora e regulada: as consequências de um distúrbio de dupla personalidade: 3.1.1 Os altos custos da regulação privada, a free-riding – 3.1.2 A ausência da essencialidade dos serviços bursáteis e a perda de força vinculante da regulação privada de autoria da "bolsa-empresa" – 3.1.3 A competência regulatória como vantagem competitiva. 4. Conclusões: a desmutualização e a abertura de capital das bolsas de valores como pressupostos da redefinição dos papéis regulatórios atribuídos às agências e aos órgãos reguladores estatais.

1. Objetivos e síntese de resultados

Propõe-se, este artigo, lançar algumas hipóteses acerca de efeitos futuros impostos pela crescente desmutualização das bolsas de valores no domínio da regulação privada.

Com esta reflexão pretende-se revelar indícios de processos competitivos – deflagrados pela transformação da "bolsa-associação" em "bolsa-empresa" e pela conseqüente proliferação de canais de negociação de ativos – que afirmam a existência de um crescente mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários.

Os argumentos expostos sugerem, ademais, diante das mudanças descritas – especialmente em face das novas fina-

lidades das bolsas de valores na condição de organizações empresariais –, que resta comprometida sua isenção, e, portanto, que é inconveniente que se lhes atribuam, a exemplo do que se dá em alguns ordenamentos, amplíssimos poderes e competências regulatórias.

2. O movimento de desmutualização das bolsas de valores sob os filtros analíticos fornecidos pelo Law & Economics

O movimento de desmutualização¹ das principais bolsas de valores ao redor

1. Cf. Benn Steil, "Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences", in Robert E. Litan e Richard Her-

do mundo, a incluir a nossa Bolsa de Valores de São Paulo, será compreendido de modo mais adequado se for observado e estudado sob alguns filtros analíticos que nos são fornecidos pelo *Law & Economics*, em especial pelo pensamento coasiano, concernente aos fundamentos da organização empresarial.²

Coase revolucionou os pensamentos jurídico e econômico ao lançar explicações bastante inovadoras acerca dos fundamentos da criação e do desenvolvimento das *firms* que, por imperativos semânticos – dada a ausência de melhor termo equivalente –, nossa doutrina tem traduzido como “empresas”. A tradução – considerado o sentido técnico-jurídico da palavra “empresa” – restringiria, em princípio, a aplicação da *theory of the firm* às organizações que têm causa e finalidade empresarial, isto é, que surgem e se desenvolvem sob a afetação de uma dada empresa econômica. A teoria coasiana da empresa, todavia, expõe uma tese que, em princípio, aplicar-se-ia a qualquer organização – empresária ou não –, desde que insere, por razões operacionais, no sistema econômico; aplica-se, portanto, também às bolsas de valores, na condição associativo-organizacional em que originariamente se estabeleceram.

Coase sugere, *grosso modo*, que essas organizações – as *firms* – surgem como consequência do desejo de diminuir custos de transação (*transaction costs*) normalmente experimentados nos mercados, pelo uso do sistema de formação de preços. Assim, por exemplo, dada organização empresarial dedicada à manufatura de sapatos ganharia suposta existência em razão do desejo de evitar os custos de

transação decorrentes da mera aquisição dos sapatos, já que seu fabrico permitiria obtê-los a custos menores que os impostos pelos preços praticados no mercado.

A evolução desse tipo de análise, que afirma serem as organizações econômicas, no geral, instrumentos dedicados a minimizar custos de transação, leva a concluir que quando é internamente estudada e conhecida a natureza do relacionamento que se estabelece entre seus membros são identificados novos custos significativos.

Assim, se, por um lado, essas formas de organização são capazes de mitigar custos transacionais, por outro, em razão de comportamentos econômicos que tendem a se contrapor, em vista dos distintos (e, por vezes, conflitantes) interesses ostentados por seus membros, as *firms* também abrigam custos, chamados de *agency costs*, que podem se tornar tão expressivos quanto os custos impostos pelas trocas econômicas no mercado.³

Determinada organização será mais ou menos eficiente na medida em que for capaz de mitigar tanto os custos de transações, em geral, quanto, em particular, os custos de agência.

2.1 Os fundamentos econômicos da “bolsa-associação”

Assumida como premissa a exatidão dessas proposições, não será equivocado concluir que as bolsas de valores surgiram do interesse dos operadores de se organizarem, no mercado de capitais, como forma de diminuir os custos de transação, especialmente aqueles custos associados ao acesso às ofertas (com o fim de negociar o

ring (eds.), *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2002, p. 61 (pp. 63-65).

2. Cf. R. H. Coase, “The nature of the firm (1937)”, in Oliver E. Williamson e Sidney G. Winter (eds.), *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development*, Nova York/Oxford, Oxford University Press, 1993, pp. 18-33.

3. Cf. M. Jensen e W. Meckling, “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3/305 e ss., Amsterdã, 1976; Oliver E. Williamson, “The modern corporation: origins, evolution, attributes”, *Econ. Lit.* 19/1.537, 1981; Bengt Holmstrom, “The firm as a subeconomy”, *The Journal of Law & Economics* 15, n. 1, Chicago, abril/1999.

melhor preço), ao monitoramento das trocas econômicas, à formalização jurídica e execução (liquidação) dos negócios, à autenticidade dos ativos, à informação sobre os emitentes desses ativos e sobre a maior ou menor probabilidade de serem satisfeitos os direitos subjetivos neles contidos, e assim por diante.

As bolsas, em decorrência de seu alto grau de especialização objetiva, afirmam-se, então, originariamente, por centralizar – sob a mesma organização econômica – o acesso a abrangente gama de “tarefas” capazes de diminuir todos esses custos de transação. Se para uma pessoa seria muito custoso ter acesso à informação e ao monitoramento adequado dos agentes e dos ativos, para várias pessoas – sob a forma da associação – esses custos se diluiriam.

Esses são, resumidamente, os fundamentos econômicos do aparecimento das bolsas de valores organizadas sob a forma de associações sem fins lucrativos ou de sociedades simples. Propomos que esse modelo organizacional seja aqui identificado como “bolsa-associação”.

2.2 Centralização e essencialidade: a “bolsa-associação” como organização monopolista

A convergência de interesses – entre os administradores das bolsas de valores, seus membros e as companhias listadas –, aliada ao fato de que as bolsas surgem em decorrência do desejo de algumas empresas de diminuir seus custos de transação, e não de, diretamente, auferirem lucro (uma vez que o lucro era o objetivo de suas atividades individuais como intermediários financeiros), tornou dispensável que se organizassem, com o intuito de perseguirem os fins atribuídos às bolsas de valores, como empresa societária (“bolsa-empresa”). A criação, nesse contexto, de qualquer outra organização a oferecer os mesmos serviços que a bolsa de valores determinaria a assunção de

elevadíssimos custos de transação; e, por isso, até o final do século passado as bolsas estabeleceram-se como organizações monopolísticas.

Esses motivos, que afirmam o associacionismo como forma de organização originária das bolsas de valores, explicam também por que, no princípio, se organizaram sob uma estrutura capaz de centralizar toda a negociação de ativos no mercado secundário, e não como um conjunto de organizações empresariais a competir entre si. Se os interesses convergem, não há, então, razões para que sejam representados por várias organizações, ao invés de por apenas uma, capaz de alcançar os objetivos propostos.

2.2.1 *Os fundamentos da força vinculante do esquema de regulação privada produzido pela “bolsa-associação”*

A centralização e a essencialidade funcional que caracterizam a atividade bursátil permitiram a criação de um importante esquema de regulação privada – a que se sujeitam companhias emissoras, intermediários e investidores – coordenado e supostamente submetido a regulação pública.⁴

4. As bolsas decorrem da autonomia privada dos seus instituidores, assim como dela decorrem as ordens jurídicas parciais que instituem e que vinculam seus instituidores e seus futuros membros. O que, por outro lado, parece relevante são a força e a importância sistêmicas crescentes dos mecanismos bursáteis de auto-regulação na implementação de modelos próprios da política do Direito. A auto-regulação nada mais é que um dos possíveis efeitos das relações jurídicas decorrentes do exercício da autonomia privada, caracterizado – para diferenciá-lo de outras tantas relações que também decorrem da autonomia privada – exatamente pela capacidade de interferir na atividade econômica, para conformá-la a designios e a modelos preestabelecidos, sob a ameaça de sanções aplicadas com o emprego de mecanismos próprios de distribuição de justiça. Essa auto-regulação – que, a despeito de ser autorizada pela ordem jurídica, afirma-se, em princípio, segundo interesses privados – deve ser desenvolvida em cooperação com o Estado e seus órgãos e em res-

Desse modo, a atividade bursátil caracterizou-se pela homogeneidade entre

peito e atenção às prescrições da política do Direito. A doutrina especializada insere a auto-regulação entre as múltiplas facetas da chamada regulação privada, tomando-as como sistemas ou conjuntos regulatórios criados por particulares, dentro dos quais se distinguem subsistemas ou subconjuntos diferenciados uns dos outros em razão do tipo de relação que entretêm com sistemas de regulação pública, ou em vista da caracterização dos reguladores e dos regulados em questão. As atividades regulatórias inseridas no âmbito da regulação privada – para além das formas mais puras de auto-regulação relacionadas à simples criação de normas convencionais por reguladores privados – podem ser: (i) a co-regulação (hipótese em que instituições privadas e pessoas são instadas a assumir o papel de reguladores e a participar em diferentes fases do processo regulatório; por exemplo, quando reguladores privados estabelecem padrões técnicos de acordo com princípios gerais definidos em lei, que são aplicados por uma agência governamental ou órgão da administração, e têm seu efetivo cumprimento monitorado por uma entidade privada independente); (ii) a regulação privada por delegação (que tem lugar quando o Poder Público identifica situações e fenômenos em que há a necessidade de uma atuação regulatória e reconhece que há reguladores privados mais bem posicionados para exercê-la); e (iii) a regulação privada normatizada *ex post* (caso em que a regulação privada é levada a cabo por reguladores privados, com o fim de disciplinar suas próprias atividades, mas que, subseqüentemente, tem seus comandos reconhecidos ou alçados à condição de norma jurídica, ou simplesmente incentivados por normas jurídicas). Cf. Alfred Légal e Jean Brethe de la Gressaye, *Le Pouvoir Disciplinaire dans les Institutions Privées – son Organisation et ses Effets dans les Associations, Syndicats, Sociétés, Entreprises, Professions: Étude de Sociologie Juridique*, Paris, Sirey, 1938, pp. 18 e ss.; Nelson Eizirik, “Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários”, in Nelson Eizirik, *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Forense, 1987, pp. 131 e ss.; Ian Ayres e John Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Regulation Debate*, Nova York/Oxford, Oxford University Press, 1992, pp. 158 e ss.; Vital Moreira, *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*, Coimbra, Livraria Almedina, 1997, pp. 52 e ss.; Fernando Zunzunegui, *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid, Marcial Pons, 1997, pp. 287 e ss.; Guido Ferrarini, “Exchange governance and regulation: an overview”, in Guido Ferrarini (ed.), *European Securities Market: the Investment Services Directive and Beyond*, Londres, Kluwer Law International, 1998; Eddy Wymeers, “The implementation of the ISD and CAD

seus membros, pelo monopólio na organização e administração – nos mercados secundários – de trocas econômicas de valores mobiliários emitidos por companhias listadas e por um esquema de auto-regulação coordenado e submetido às agências ou órgãos regulatórios da Administração Pública.⁵

2.3 As causas do aparecimento da “bolsa-empresa”

O advento de novas tecnologias, entretanto, reduziu os custos atuais e potenciais experimentados pelos agentes nas trocas econômicas realizadas no mercado de capitais e, desse modo, contribuiu não apenas para um acesso facilitado à informação, mas também – em vista da internacionalização e dos *cross borders investments* – para um drástico aumento do âmbito do mercado.

Essas ocorrências foram determinantes para que as organizações bursáteis centralizadas perdessem a essencialidade que outrora as caracterizava. Permitiram e mesmo incentivaram, em muitos casos, a entrada de novos operadores no que se pode chamar de mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários no mercado de capitais.

in national legal systems”, in Guido Ferrarini (ed.), *European Securities Markets: the Investment Services Directive and Beyond*, Londres, Kluwer Law International, 1998, p. 34; Pierre-Henri Conac, *La Régulation des Marchés Boursiers par la Comissions de Opération de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, Paris, LGDJ, 2002; Fabrizio Cafaggi (ed.), *Reframing Self-Regulation in European Private Law*, The Netherlands, Kluwer Law International, 2006.

5. Cf. S. Roberta Karmel, “Turning seats into shares: causes and implications of demutualization of stock and futures exchanges”, *Hastings Law Journal* 53/400 e ss., nota 5, 2002; Joel Seligman, “Cautious evolution or perennial irresolution: stock market self-regulation during the first seventy years of the securities and exchange commission”, *Business Law Review* 59/1.347, 2004.

Nos Estados Unidos, por exemplo, as bolsas de valores e a NASDAQ já dividem esse mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários com vários e importantes concorrentes – a caracterizar o que Macey e O'Hara chamam de múltiplos *trading venues*⁶ – em mesas de negócios das grandes distribuidoras e corretoras de valores, e, principalmente, com os chamados Sistemas Alternativos de Negociação (*Alternative Trading Systems – ATSs*), como as *Electronic Communications Networks (ECNs)* (e.g., Brut ECN, Instinet e Inet ATS).⁷

2.3.1 O mercado de organização e de administração de trocas econômicas de valores mobiliários: a concorrência entre os múltiplos canais de negociação

Se, no passado, as bolsas compartilhavam com as agências reguladoras a condição de mananciais exclusivos de in-

6. Sugerimos que a expressão, empregada por Macey e O'Hara, seja traduzida como “canais de negociação”, de forma a designar a segmentação do que chamamos de mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários no mercado de capitais (cf. Jonathan R. Macey e Maurren O'Hara, “From markets to venues: securities regulation in an evolving world”, *Stanford Law Review* 58/563, novembro/2005. Sobre esse fenômeno, que caracteriza o mercado de capitais atual, cf. também Yakov Amihud e Haim Mendelson, “A new approach to the regulation of trading across securities markets”, *New York University Law Review* 71/1.411 e ss., 1996).

7. Os *ECNs* são livros eletrônicos de ordens que permitem às corretoras negociar entre si, sem a intermediação de um distribuidor ou formador de mercado. Os *ATSs* incluem um conjunto de mecanismos de negociação, a exemplo de redes cruzadas (e.g., ITG's e POSIT), que permitem que as grandes corretoras recebam ordens transmitidas eletronicamente e as conectem, a um preço determinado, com outros canais de negociação, como as próprias bolsas. Esses canais de negociação (*trading venues*) são sigilosos e impedem que as grandes corretoras exponham suas ordens a outros agentes no mercado, divulgando-se apenas os negócios celebrados. Cf. Larry Harris, *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, 2003, pp. 49-50, 531.

formações sobre as emissoras e seus ativos, hoje essas informações são levadas ao investidor por meio de inúmeras fontes alternativas, a exemplo das considerações de analistas financeiros reveladas em boletins (em geral facilmente acessados na *Internet*) fornecidos pelas corretoras e bancos de investimento aos seus clientes, entrevistas e informações veiculadas em canais de televisão, cuja programação é exclusivamente dedicada ao fornecimento e à análise de informações relevantes ao mercado de capitais.

Essa divulgação reduz o espectro de tarefas assumidas pela bolsa de valores e as resume, embora atualmente compartilhada com concorrentes, à importante tarefa de conferir liquidez aos valores mobiliários, objeto de distribuição pública. Bem por isso, com acerto, Macey e O'Hara, em estudo acerca do mercado bursátil, afirmaram que “as trocas econômicas envolvendo valores mobiliários tornaram-se um produto, um processo estandardizado, cujo sucesso é, cada vez mais, aferido pela simples métrica do custo de transação”.⁸

3. O aparecimento da “bolsa-empresa”: influências no conteúdo, na importância e na confiabilidade do modelo regulatório atribuído às bolsas de valores

A concorrência nesse mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários – acirrada pelas razões expostas – obrigou, conseqüentemente, as bolsas de valores a reestruturarem sua forma de organização jurídica-econômica.⁹ Essas profundas transformações não permitem que rema-

8. Cf. Jonathan R. Macey e Maureen O'Hara, “From markets to venues: securities regulation in an evolving world”, *Stanford Law Review* 58/564.

9. A primeira bolsa de valores a se organizar sob a forma de sociedade por ações e a emitir e distribuir publicamente suas ações foi a Bolsa de Valores de Estocolmo. Desde então, as maiores e mais importantes bolsas de valores do mundo, inclusive a

nesça intocado – em conteúdo, importância e confiabilidade – o modelo regulatório privado até agora vigente.

A detenção de um monopólio do mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários incentivava as bolsas, até mesmo para maximizar os ganhos com emolumentos,¹⁰ a criar regras que fomentassem o aumento do próprio mercado, com a inclusão de novos ativos emitidos por novas companhias. A homogeneidade e a convergência de interesses entre as bolsas, seus membros, as companhias listadas e os investidores criavam, adicionalmente, um ambiente propício ao cumprimento da regulação privada levada a cabo pelas bolsas.

A transição de um ambiente de homogeneidade e convergência para o atual cenário de concorrência entre canais de negociação, que inaugura uma disputa por porções do mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários, expõe também uma mudança no relacionamento entre as bolsas e os agentes, antes pautado na comunhão de interesses negociais, e agora estritamente centrado em trocas econômicas (de serviços por emolumentos).

Os membros das bolsas e mesmo os investidores, inspirados por razões estritamente negociais, nos mercados mais desenvolvidos, já passam a alinhar os serviços bursáteis entre tantos outros canais de negociação, e, com mais ou menos frequência, no futuro próximo, poderão preferi-los, por divergirem, em vista de suas conveniências pontuais, acerca da maneira ideal – dentre as várias disponíveis – de organizar e de administrar as trocas econômicas de valores mobiliários.¹¹

BOVESPA (em 2007), aderiram à desmutualização seguida de abertura de capital.

10. Termo empregado para designar o preço cobrado pelos serviços bursáteis.

11. As palavras de David Brown, diretor da Comissão de Valores Mobiliários de Ontário, são particularmente elucidativas: “Ninguém, inclusive os agentes do mercado, sabe para onde o mundo

A regulação privada, estabelecida pelas bolsas, nesse novo contexto, não parece fadada ao mesmo sucesso de outrora. Não havendo mais a absoluta convergência de interesses entre elas e os demais agentes – o que é agravado pela menor essencialidade dos seus serviços e pela quebra de seu monopólio –, perdem-se, em grande parte, os principais incentivos ao cumprimento das normas convencionais, e o argumento escorado na ameaça de “cumpra ou está fora” deixa de ser tão temido.

3.1 A “bolsa-empresa” como reguladora e regulada: as conseqüências de um distúrbio de dupla personalidade

As bolsas, em vista da desmutualização seguida de abertura de capital, passaram a ocupar, simultaneamente, a condição de reguladas e de reguladoras. E, nesse contexto, o que parece mais perigoso é que remanescem munidas de poderes para regular seus competidores.¹²

novo da concorrência entre bolsas de valores, ECNs e ATs irá nos levar. As participações cruzadas (*cross-ownerships*) entre ECNs e ATs ilustram a questão. Seu quadro societário assemelha-se a uma teia de aranha, em vista das participações detidas por bancos, corretoras e mesmo por empresas de comunicação. Incluem-se entre os investidores das ECNs a rede de televisão a cabo – a CNBC –, uma corretora de valores *on line* – a E*Trade –, outra ECN – a Instinet –, bem como a Merrill Lynch e a Goldman Sachs. Essas, aliás, juntamente com a Morgan Stanley Dean Witter, têm participação na Brut e na OptiMark (que também tem a Paine Webber como sócia). A Dow Jones controla o *Wall Street Journal* e o Softbank detém participação significativa no E*Trade... Todos, enfim, parecem fazer pequenas apostas em cada cavalo no pôneo, na esperança de que ao menos um deles alcance a linha de chegada” (nossa tradução: David A. Brown, “Relevant regulation in a global economy”, discurso proferido no *Financial Services Institute National Club*, em 27.9.2000, disponível em http://www.osc.gov.on.ca/About/Speeches/sp_20000927_db_global-econ.jsp).

12. Tome-se, nesse sentido, para avaliar as possíveis conseqüências, o exemplo de companhias listadas na NASDAQ e igualmente qualificadas a ter seus ativos negociados na NYSE. A NYSE – em vista dos proventos que poderia auferir, fossem tais ativos negociados sob sua organização e adminis-

Ainda no que concerne ao impacto da desmutualização sobre a regulação privada do mercado de capital e, em especial, do mercado de serviços de bolsas de valores,¹³ não se deve olvidar que a estrutura organizacional adotada no passado – e fundada na convergência de interesses e na cooperação entre membros e clientes – era especialmente isenta de altos custos de agência, mas incapaz de absorver e de administrar os elevados riscos inerentes às transformações experimentadas pela atividade bursátil.

A empresa societária é, por excelência, um tipo de organização mais eficiente – em vista de sua capacidade de mitigar riscos (mormente por meio da externalização de custos) – e apresenta maior capacidade de se moldar às novas características do mercado de organização e de administração de trocas econômicas de valores mobiliários. Os controles societário e empresarial da empresa societária estão, entretanto, predominantemente centrados nas mãos de pessoas e grupos cujos interesses egoísticos tendem a se harmonizar menos com aqueles ostentados pelos demais detentores-fornecedores de recursos (*constituencies*).¹⁴

O controlador não é movido pelo mesmo espírito de cooperação que caracteriza os tipos associativos predominantes nas bolsas no passado,¹⁵ e, bem por isso,

será grandemente incentivada a atrai-los, enquanto, por outro lado, algumas importantes corretoras membros da NYSE preferirão que tais companhias continuem a não ser listadas na NYSE, de forma que seu papel de formadoras de mercado não se desloque da NASDAQ.

13. É necessária uma distinção entre a regulação reflexa dos mercados de capitais, como efeito colateral da regulação privada da organização e administração bursátil do mercado de trocas econômicas de valores mobiliários, e a regulação privada do mercado de serviços bursáteis propriamente dita.

14. Essa é a constatação que permite identificar elevados custos de agência nas organizações empresariais. Cf. Henry Hansmann, “Ownership and firm”, *Economy & Organization*, 1988, pp. 267 e ss.

15. Nesse sentido, note-se o que se afirmou acerca da estrutura organizacional da Bolsa de Nova

estará provavelmente menos disposto a se sujeitar à auto-regulação, em especial à auto-regulação que obstaculize a plena satisfação de seus interesses.¹⁶

Do mesmo modo, a desmutualização e a abertura de capital das bolsas criam o que a doutrina norte-americana chama de *market for corporate control*, isto é, um mercado que tem por objeto o controle societário e empresarial de uma dada companhia e que, em vista das pressões que constantemente exerce sobre os órgãos de administração, cria, em tese, um ambiente de incentivo aos administradores para adotarem estratégias empresariais capazes de maximizar os lucros dos acionistas sob a ameaça de perderem seus cargos.¹⁷

As tentativas – primeiramente do grupo sueco OM, em seguida da Deutsche Börse, e mais recentemente da bolsa pan-européia Euronext – de adquirir a Bolsa de Londres demonstram a existência desse “mercado de controle societário e empresarial”. Essa situação tende, em geral, a manter os administradores sob estrita vigilância e disciplina, bem como a maximizar o desenvolvimento e o emprego de novas tecnologias e a promover a eficiência das bolsas desmutualizadas.¹⁸ O problema, todavia, é saber se a eficiência empresarial das bolsas desmutualizadas corresponde a uma eficiência regulatória.

Aqueles que afirmam haver um ganho de qualidade regulatória apóiam-se na

York (NYSE): “A estrutura [da NYSE] procura maximizar a eficiência e integridade do mercado, ao invés de maximizar lucros, como ocorre entre as companhias abertas” (nossa tradução: cf. *NYSE Euronext. Governance of the New York Stock Exchange, Inc. 5, maio/2003, White Paper*, disponível em <http://www.nyse.com/pdfs/governancewhitepaper.pdf>).

16. Cf. Jonathan R. Macey e Maureen O’Hara, “From markets to venues: securities regulation in an evolving world”, *Stanford Law Review* 58/574.

17. Cf. Roberta Romano (ed.), *Foundations of Corporate Law*, Oxford University Press, 1993, pp. 229-266.

18. Cf. Heather Timmons, “Europe ponders how best to trade stocks”, *New York Times*, 21.12.2004, W1.

capacidade da “bolsa-empresa” de incrementar a liquidez dos ativos e, portanto, de atrair um número cada vez maior de agentes voluntariamente submetidos às suas competências regulatórias.¹⁹ Isso ocorre porque os investidores, sob a expectativa de que estarão protegidos, irão, em tese, investir mais; as companhias, crendo que, nesse ambiente, os investidores tenderão a adquirir mais ativos, pretenderão ter seus ativos negociados em bolsa, e os intermediários os seguirão inevitavelmente, não apenas porque sua participação em todo o processo de distribuição pública é obrigatória, mas especialmente porque buscam auferir os lucros que decorrem de sua atuação nesses mercados.

Esses argumentos nos parecem falaciosos, tanto em virtude da suposta força vinculante e da abrangência dessa regulação privada produzida pela “bolsa-empresa” quanto em razão da existência de incentivos e, portanto, da expectativa de que a “bolsa-empresa” respeite os padrões regulatórios estabelecidos pela política do Direito em matéria de mercado de capitais.

3.1.1 *Os altos custos da regulação privada, a “free-riding”*

A atividade regulatória das bolsas desmutualizadas, em particular nos mer-

19. Bem por isso, Mahoney pondera: (“... as bolsas devem ter grande incentivo em adotar regras que beneficiem os investidores (...). As bolsas são tradicionalmente controladas por seus membros, que são corretoras e outros intermediários profissionais. Sabendo que suas receitas crescem na medida em que cresce o volume de negócios, os intermediários criam mercados bursáteis, que atraem os investidores por ofertar-lhes liquidez. Como provedor de liquidez, uma bolsa compete com outras e com os mercados de balcão, todos a querer listar novas companhias (inserir novos ativos no mercado) e a levar investidores a comprar os ativos que elas emitem. O mercado de capitais, como um todo, compete pelo dinheiro do investidor a aplicá-lo em bens imóveis, metais preciosos etc.” (nossa tradução: Paul Mahoney, “The exchange as regulator”, *Va. L. Rev.* 83/1.457 e ss., 1997).

cados mais desenvolvidos como o norte-americano, não apenas beneficia – no que concerne à sua capacidade de inculcar e conferir maior proteção aos investidores e, portanto, de gerar a adesão de novos agentes e a ocorrência de um maior volume de negócios no mercado – as bolsas reguladoras, mas também leva seus concorrentes a organizar e administrar outros canais de negociação de valores mobiliários.

Esses *free riders* aproveitam-se dos muitos milhões de Dólares gastos pelas bolsas de valores com desenvolvimento, criação, aplicação, supervisão e concreção da regulação privada.²⁰ Essa economia reverte-se, por certo, em serviços menos custosos e, portanto, capazes de atrair (e mesmo de subtrair) os clientes das bolsas para os canais de negociação concorrentes.

Diante dessa ocorrência, parte do incentivo à produção de uma regulação privada abrangente e efetiva se esvai, e a atribuição de uma competência regulatória às bolsas, que se mostre frágil e displicentemente supervisionada pelas agências e órgãos estatais de regulação, figura, no mínimo, como perigosa.

3.1.2 *A ausência da essencialidade dos serviços bursáteis e a perda de força vinculante da regulação privada de autoria da “bolsa-empresa”*

A força vinculante da regulação bursátil tende ainda, em hipótese, a ser mitiga-

20. Macey e O’Hara, acerca da importância da atividade regulatória das bolsas e do efeito-carona de que se aproveitam outros canais de negociação, afirmam que “essa regulação é um importante bem público, uma vez que claramente beneficia outras entidades além daquelas que a custeiam. Assim como outros bens públicos, as atividades regulatórias produzidas pela NYSE e por outras bolsas estão sujeitas aos problemas causados pelo efeito-carona. Os canais rivais de negociação, particularmente as companhias que operam ATs e ECNs, podem aproveitar-se desses esforços regulatórios, já que se relacionam com a NYSE e com a NASDAQ, abrangendo negócios que têm por objeto ativos de companhias listadas, sem experimentar, contudo, os custos

da com o aparecimento de novos canais de negociação que ostentam uma capacidade similar de conferir liquidez aos ativos.

Entre nós, o “Novo Mercado” e os canais de negociação de Nível 1 e 2, sob a promessa de maior liquidez aos ativos, inspiraram a conformação de uma quantidade surpreendente de companhias emisoras a um modelo de organização e a um governo corporativo. Nada impede que, sob o mesmo raciocínio, canais de negociação disciplinados por regras menos exigentes – mas caracterizados por bons índices de liquidez – venham conferir, ao menos, uma alternativa às companhias ameaçadas de exclusão ou efetivamente excluídas dos mercados bursáteis, e ainda incentivar uma condução mais laxista das atividades corporativas.

Esse vaticínio ganha força, até mesmo para antecipar uma resposta a argumentos que pretendam contrariá-lo, pelo fato de que não foi cabalmente demonstrado que um modelo de governo voltado à satisfação exclusiva dos interesses dos acionistas é – em vista de seu potencial para, no longo prazo, danar a higidez da organização (contrariando a premissa de que a empresa apta a maximizar lucros distribuíveis é a mais eficiente) – o único responsável por preservar seus interesses últimos (isto é, a própria existência dos direitos creditórios que decorrem das ações e demais valores mobiliários²¹) e por promover, como consequência, a liquidez dos ativos de dada companhia.

Isso significa que, se, no médio e no longo prazos, a adoção desses modelos

decorrentes desses esforços” (nossa tradução: Jonathan R. Macey e Maureen O’Hara, “From markets to venues: securities regulation in an evolving world”, *Stanford Law Review* 58/576).

21. Extinta a companhia, uma vez que foi inviabilizada sua atividade, perecerão os direitos creditórios atribuídos aos acionistas, seja porque se tornou impossível sua satisfação (como nos casos de falência), seja porque simplesmente deixaram de existir, em vista do desfazimento da própria relação jurídico-societária (decorrente da regular dissolução e liquidação da sociedade).

não se mostrar de algum modo relacionada com o aumento (nem mesmo com a existência) de lucros distribuídos aos acionistas, a liquidez nos canais de negociação que os empregarem como pressuposto regulatório tenderá a diminuir. Essa tendência de diminuição de liquidez prosseguirá até que se encontrem outros pressupostos regulatórios vocacionados a melhor promover e proteger os interesses dos investidores, ou até que os negócios sejam transferidos para outros canais em que os ativos negociados levem a crer, por quaisquer razões, em melhores expectativas de ganho.

3.1.3 *A competência regulatória como vantagem competitiva*

Esses fatos e expectativas compõem um quadro de franca e acirrada concorrência entre as organizações responsáveis pelos vários canais de negociação (isto é, entre os vários agentes do mercado de organização e administração das trocas econômicas de valores mobiliários). Para os fins da concorrência, como já vimos, as atribuições regulatórias das bolsas podem vir a ser um inconveniente fardo ou, então, podem estimular o exercício abusivo dos poderes que delas decorrem. Mantida, diante de tudo isso, a competência regulatória das bolsas, não será absurdo imaginar que a empregarão para prejudicar ou, no mínimo, para obter vantagens competitivas sobre seus “adversários”.²²

4. *Conclusões: a desmutualização e a abertura de capital das bolsas de valores como pressupostos da redefinição dos papéis regulatórios atribuídos às agências e aos órgãos reguladores estatais*

É pouco provável, especialmente entre nós – visto que muitos de nossos es-

22. Cf. Jonathan R. Macey e Maureen O’Hara, “From markets to venues: securities regulation in an evolving world”, *Stanford Law Review* 58/576.

todos atribuem à CVM, no que concerne à eficiência de suas iniciativas regulatórias à promoção e ao desenvolvimento do mercado de capitais, um papel secundário (especialmente se comparado ao exercido pela BOVESPA)²³ –, que se possa esperar, das agências e dos órgãos estatais de regulação, a criação de políticas compensatórias e mecanismos destinados a evitar os desajustes regulatórios que podem, em tese, ser causados pelo surgimento da “bolsa-empresa”.²⁴

A força regulatória de nossa principal Bolsa de Valores e a importância que lhe é atribuída não devem impedir (muito pelo contrário) que se conclua pelos imperiosos fortalecimento, especialização e aparelhamento dos órgãos estatais reguladores dos mercados financeiros e de capitais. Essa situação, em verdade, nos preme a constatar que, conferida às bolsas de valores – e à regulação privada – a primazia de planejar os rumos e efetivamente disciplinar o mercado de capitais, por melhores que sejam

as intenções e por mais competentes que sejam seus administradores, o provável é que sucumbam diante das forças econômicas e dos argumentos de conveniência decorrentes da necessidade de alcançar os fins próprios da “bolsa-empresa”.

Parece mais certo, diante da controvérsia, que a decisão política acerca de como alocar a autoridade e a competência regulatória em matéria de mercado de capitais deva ser, no geral, revista, para que se identifiquem, no presente e no futuro próximo, as instituições sujeitas aos melhores incentivos para regular em prol do interesse público.²⁵

As reflexões a escorar essa decisão devem, todavia, levar em conta os argumentos que desfavorecem um plano regulatório muito dependente e centrado na plena autonomia da “bolsa-empresa”; devem, sobretudo, considerar toda a sorte de influências e interesses a que está sujeito o Poder Público, diante dos quais frequentemente sucumbe.

23. São particularmente emblemáticas, para coroar a boa impressão da atuação regulatória da BOVESPA em face da claudicante regulação de autoridade da CVM e do Poder Judiciário brasileiro em matéria de mercado de capitais, as conclusões dos artigos que alcançaram as duas primeiras colocações no prêmio de monografias promovido conjuntamente pela Faculdade de Direito da FGV e pela BOVESPA (cf. Andréa Di Sarno Neto e Felipe Taufik Daud, “Por que obedecer? O desenvolvimento do mercado de capitais em ambiente de incerteza jurídica”, pp. 33 e ss., e Rafael de Almeida Rosa Andrade, “Uma visão teórica e empírica da relação entre Judiciário e

o desenvolvimento do mercado de capitais”, pp. 32 e ss., ambos disponíveis em <http://www.bovespa.com.br/investidor/juridico/071207NOTA.asp>).

24. A capacidade putativa, atribuída ao Estado, de resolver externalidades ou falhas de mercado foi chamada por Harold Demsetz de *nirvana fallacy* (cf. Harold Demsetz, “Information and efficiency: another viewpoint”, *Journal of Law and Economics* 12/1 e ss., 1969).

25. Cf. Jonathan R. Macey, “Administrative agency obsolescence and interest group formation: a case study of the SEC at Sixty”, *Cardozo Law Review* 15/909, 913-914 e 922-923, 1994.