Espaço Discente

A INTEGRAÇÃO DAS BOLSAS NACIONAIS E O AUMENTO DE COMPETITIVIDADE*

CARLOS EDUARDO VERGUEIRO

1. Introdução. 2. Obstáculos para o desenvolvimento das Bolsas de Valores brasileiras: 2.1 A competição tecnológica; 2.2 Concorrência interna "vs." concorrência externa — A CPMF. 3. O panorama internacional. 4. A integração das bolsas nacionais: 4.1 Cenário anterior à integração; 4.2 O crescimento das Bolsas de São Paulo e Rio; 4.3 Os procedimentos da integração. 5. Conclusão. Apêndice: Gráfico da integração. Gráficos de participação. Bibliografia.

1. Introdução

No final de 1999, as Bolsas de Valores do Brasil anunciaram uma completa reestruturação no mercado acionário brasileiro, protagonizando um processo corajoso de integração. Essa união de forças foi capaz de eliminar obstáculos internos para o desenvolvimento das Bolsas de Valores nacionais, agregar maior liquidez aos mercados, a partir da criação de mercados especializados e de ter proporcionado o primeiro passo para a formação de um mercado único de negociação na América Latina.

Toda a operação foi realizada em um momento de forte competição exercida contra as bolsas brasileiras por parte das bolsas internacionais, cujas conseqüências foram a "fuga" de negócios e a perda de liquidez das praças brasileiras. As bolsas internacionais acenavam com custos menores (vide custo CPMF infra), maior liquidez e facilidades para a realização dos negócios. Esses fatores tendiam a tornarem-se maiores devido à competição tecnológica entre as bolsas e, também, aos processos de integrações e fusões que atualmente operam entre as bolsas internacionais.

Nesse cenário, as bolsas nacionais tomaram a iniciativa de promover uma reestruturação corajosa, que permitisse a superação de problemas e a conquista de maiores condições de competitividade.

2. Obstáculos para o desenvolvimento das Bolsas de Valores brasileiras

2.1 A Competição Tecnológica

> "Desde que se acelerou o processo de globalização do mundo, modificaram-se as noções de espaço o tempo. A crescente agilização das comunicações, mercados, fluxos de capitais e tecnologias, intercâmbio de idéias e imagens, modifica

* Monografia vencedora do II Concurso de Monografias da Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

os parâmetros herdados sobre a realidade social, o modo de ser das coisas, o andamento do devir. *Agora o planeta Terra pode ser concebido como plenamente esférico, ou plenamente plano, dá na mesma.*" (Octavio Ianni)[1]

O avanço da tecnologia foi capaz de proporcionar um novo paradigma para as Bolsas de Valores, cujas mudanças podem ser, principalmente, analisadas nos seguintes três aspectos: (i) na integração dos mercados; (ii) na modernização dos sistemas de negociação; e, (iii) na criação de mercados "alternativos".

A integração dos mercados em velocidade avassaladora talvez seja o efeito mais importante do aprimoramento da tecnologia e das comunicações, cujos efeitos também podem ser percebidos na intensificação da circulação de bens, serviços, capitais, culturas e informações em escala planetária.

Esse "apequenamento" do mundo facilitou a internacionalização da economia e a circulação do capital internacional, tornando mais rápidas as operações dos investidores, e forçando as Bolsas a criarem sistemas que permitissem negociações igualmente rápidas e eficazes. A esse respeito, merece destaque a opinião sobre a velocidade atual de difusão das informações, nas palavras do Ministro Celso Lafer, para quem: "O tempo da mídia é também um tempo *online*. Provoca, no Brasil e no mundo, a repercussão imediata do peso dos eventos nas percepções coletivas (...) leva ao monitoramento e a reações constantes os sinais do mercado e da vida política".[2]

A modernização das plataformas de negociação está relacionada à redução de custos das operações, na medida em que permite automatizar negociações e difundir informações relevantes. Investimentos em tecnologia têm sido promovidos tanto pelas bolsas brasileiras, quanto pelas bolsas internacionais.

Em 1997, a BOVESPA implantou o Mega Bolsa, que é um sistema de negociação eletrônica em que as ofertas de compra ou de venda são feitas por terminais de computador. O encontro das ofertas e o fechamento dos negócios são realizados automaticamente pelos computadores da Bolsa.

O Sistema Eletrônico de Negociação Nacional — SENN foi criado em 1991 e foi operacionalizado pela BVRJ. O sistema permite que as corretoras registrem no sistema sua intenção de comprar ou vender determinada ação, detalhando o preço desejado e a respectiva oferta. O sistema difunde a informação, tornando-a conhecida de todo o mercado, a quem cabe o fechamento da operação.

Em São Paulo, a Bolsa de Mercadorias & Futuros — BM&F também foi envolvida na competição tecnológica. No ano 2000, a BM&F ingressou na Aliança Globex,[3] o que passou a permitir a cobertura dos fusos horários das Américas do Norte e do Sul, da Europa e da Ásia. Para viabilizar a interligação eletrônica entre as bolsas aliadas, a BM&F adquiriu o sistema francês NSC, por meio do qual os participantes de um mercado podem negociar os produtos oferecidos em outro 24 horas por dia com *clearing* individualizado. A plataforma tecnológica das corretoras também foi modernizada.

Em 1999, a NASDAQ anunciou com entusiasmo a implementação do chamado OptiMark Trading System. Esse sistema permite que os investidores indiquem seu interesse em determinada ação, especificando os parâmetros de preço e quantidade, baseados em suas estratégias de negociação. A cada dois minutos o OptiMark verifica, anonimamente, as ordens de compra e venda.

1. In: *Teorias da Globalização*, pp. 209-211 (não grifado no texto original).

2. In: "Brasil: dilemas e desafios da política externa", *Revista de Estudos Avançados*, p. 265.

3. A Aliança Globex é formada, além da BM&F, pelas Bolsas de Chicago (Chicago Mercantil Exchange), Paris (Euronext NV, ex-Paris Bourse), Cingapura (Singapore Exchange-Derivatives Trading), Madri (MEFF — Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros) e Montreal (Montreal Exchange).

Em linhas gerais, portanto, a tecnologia permite avanços para as Bolsas de Valores. Ocorre que tais sistemas são caros e as uniões das Bolsas de Valores podem favorecer a aquisição de novos sistemas.

A introdução de mercados alternativos, assim considerados os não institucionalizados, foi proporcionada pelo avanço da tecnologia. Pensou-se que tais mercados acabariam por acarretar perda de liquidez das Bolsas de Valores. Entretanto, a ausência de regulamentação e a flexibilidade absurda de suas operações não atraem a atenção dos investidores. Além disso, custos de manutenção das plataformas de negociação têm levado os administradores desses mercados a reverem suas estratégias.

2.2 Concorrência interna "vs." concorrência externa — A CPMF

Altos custos internos e atrativos externos têm provocado uma fuga de negócios das bolsas nacionais, em especial da BOVESPA, para as bolsas internacionais, fazendo com que ações de companhias brasileiras sejam negociadas em pregões estrangeiros, como na New York Stock Exchange — NYSE e na NASDAQ.[4]

A realização de negócios no Brasil é cara tanto para as companhias, que têm que arcar com altos custos para manterem-se abertas, e para os próprios investidores, que têm que enfrentar a tributação da CPMF[5] sobre as movimentações financeiras das operações.

De fato, a incidência da CPMF tem se mostrado como um dos principais fatores da "fuga" de negócios para as bolsas internacionais. A CPMF, em linhas gerais, traz perdas para as bolsas, que assistem à fuga dos negócios para bolsas estrangeiras,[6] fazendo com que percam os acionistas, com a menor liquidez do mercado e também trazendo perdas para o Brasil, que poderia alavancar e incentivar sua poupança interna através do mercado de capitais.

3. O panorama internacional

As bolsas internacionais estão protagonizando um processo de fusões e integrações, que traz como conseqüências custos menores de corretagem e maior liquidez das ações negociadas nos novos centros de negociação formados.

Em 22.9.2000, foi oficializada a criação da Euronext, que é o resultado da fusão entre as Bolsas de Valores de Amsterdam (Amsterdam Exchanges), Bruxelas (Brussels Exchanges) e Paris (Paris Bourse). Essa foi a primeira fusão de três bolsas de diferentes países. As companhias listadas na Euronext permaneceram também listadas em suas respectivas bolsas de origem, mas são negociadas em uma plataforma de comércio única e harmônica. A própria Euronext chegou a anunciar sua intenção de colocar suas próprias ações para negociação. A fusão facilitou o implemento de novas tecnologias, a maior liquidez do mercado e o fortalecimento do mercado de capitais.

A fusão das Bolsas de Valores de Londres e de Frankfurt, cuja união daria origem à denominada IX — International Exchanges, foi um dos eventos mais discutidos e exemplificativos do processo de integração de Bolsas de Valores. Entretanto, tal fusão acabou não se realizando. Após o anúncio do fracasso da operação, o OM Guppen (Bolsa da Suécia) fez uma *oferta*

4. Atualmente, valores mobiliários de 30 empresas brasileiras são negociados na NYSE e na NASDAQ (base: janeiro/2001).

5. A Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras — CPMF tem a movimentação financeira como seu fato gerador e incide à alíquota de 0,30 (base: janeiro/2001).

6. A negociação de ações emitidas por companhias brasileiras é geralmente realizada por intermédio dos American Depositary Receipts — ADR, que são recibos de ações negociados nos Estados Unidos. O ADR, em si, nada mais é do que um certificado negociável, representativo de ações emitidas por companhias brasileiras. O ADR, portanto, não é ação, ou seja, não é parte representativa do capital social.

hostil para aquisição do controle da Bolsa de Londres. A referida aquisição também não se concretizou.

Em Hong Kong ocorreu a unificação das bolsas de ações, futuros e da *clearing house*. Essa iniciativa teve como objetivo conquistar maior competitividade.

Em 29.11.2000, as Bolsas de Tokyo e de Taiwan (Tokyo Stock Exchange & Taiwan Stock Exchange) assinaram um memorando de entendimentos, visando ao estreitamento de suas relações. Trocas de informações e procedimentos para harmonização dos mercados são alguns dos objetivos traçados no acordo. A Bolsa de Tokyo, por sua vez, fundiu-se com as Bolsas de Hiroshima e Niigata (Hiroshima Stock Exchange e Niigata Stock Exchange) em março de 2000.

Dessa forma, devido ao aumento da competitividade externa, a integração das bolsas nacionais é um dos principais meios de se obter redução de custos e crescimento do volume negociado.

4. A integração das bolsas nacionais

No final de 1999, as Bolsas de Valores brasileiras promoveram uma completa reestruturação do mercado acionário nacional. Essa mudança foi capaz de proporcionar maior competitividade para as bolsas nacionais, eliminando entraves ao desenvolvimento do mercado e promovendo o passo inicial para a formação de uma Bolsa de Valores Única na América Latina.

4.1 Cenário anterior à integração

A internacionalização da economia, a concorrência exercida pelas grandes Bolsas de Valores Internacionais, o custo adicional da CPMF para os negócios realizados no Brasil e a separação dos negócios entre as bolsas nacionais e regionais não favoreciam a continuidade das atividades das Bolsas de Valores brasileiras.

A estrutura anterior das Bolsas de Valores brasileiras não era favorável à eliminação dos problemas acima apresentados e também não atendia aos anseios de competitividade do mercado globalizado.

A estrutura era formada por nove Bolsas de Valores, sendo que as Bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro praticamente sempre dominaram os mercados de negociação ("bolsas nacionais"). As demais bolsas[7] ("bolsas regionais") pouco negociavam.

Custos elevados aliados à ausência de grandes investimentos e investidores causaram o "esvaziamento" dos mercados das bolsas regionais. Isso principalmente agravado porque cada instituição arcava com os custos de operação de suas atividades, tais como pessoal, instalações, sistemas de liquidação e negociação. De fato, dado ao pequeno número de negócios, as receitas das bolsas regionais provinham das anuidades das companhias listadas e de emolumentos devidos de leilões especiais realizados em seus pregões.

Com o passar dos anos, a concentração econômica no eixo Rio-São Paulo tornou-se a principal causa do crescimento das bolsas nacionais, e constituiu-se em obstáculo para a consolidação das bolsas regionais. Isso fez com que a negociação de ações sempre estivesse centralizada nas praças de São Paulo e Rio de Janeiro.

4.2 O crescimento das Bolsas de São Paulo e Rio

O avanço da informática e das telecomunicações também foi um dos grandes fatores responsáveis pela supremacia das bolsas nacionais. Em um primeiro momento, a separação entre gestão empresarial e produção possibilitou a transformação da Cidade de São Paulo em um grande centro

7. Bolsas regionais: (i) Bolsa de Valores de Minas, Espírito Santo e Brasília — BOVMESB; (ii) Bolsa de Valores do Extremo Sul — BVES; (iii) Bolsa de Valores do Paraná — BVPR; (iv) Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas — BVBA; (v) Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba — BVPP; (vi) Bolsa de Valores Regional — BVRG, representando Ceará e Rio Grande do Norte; e, (vii) Bolsa de Valores de Santos — BVST.

do setor de serviços, deixando de ser apenas uma cidade industrial.

A BVRJ dominou o volume de negociação no Brasil até a década de 80. O maior crescimento econômico das companhias listadas na BOVESPA, uma política agressiva de investimentos em tecnologia e a redução de custos da Bolsa Paulista, aliados à privatização de boa parte das empresas negociadas (estatais) na BVRJ e um duro golpe causado por certo investidor no mercado carioca causaram o crescimento da BOVESPA e a diminuição do número de negócios da BVRJ.

4.3 Os procedimentos da integração

Portanto, nesse cenário em que as bolsas regionais praticamente viviam sem negócios, as estruturas operacionais se repetiam e os problemas eram maximizados pela concorrência das bolsas internacionais, não havia outra alternativa de sobrevivência que não uma ampla reestruturação do setor, capitaneada pela BOVESPA, líder natural de tal processo.

O primeiro passo da Integração das bolsas nacionais foi a assinatura de um Protocolo para Unificação do Mercado de Capitais. Pelos termos de tal acordo, a BVRJ passou a concentrar a negociação secundária de títulos públicos. A BOVESPA, por sua vez, tornou-se o centro exclusivo para a negociação de títulos privados.

A operação foi viabilizada por meio de engenhosas operações contábeis envolvendo títulos patrimoniais das Bolsas de São Paulo e do Rio de Janeiro, e incluiu a incorporação da Câmara de Liquidação e Custódia — CLC, entidade vinculada à BVRJ, pela Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia — CBLC, vinculada à BOVESPA.

Os procedimentos da Integração podem ser assim sintetizados:

(i) inicialmente, cada uma das Bolsas promoveu o desdobramento da totalidade de seus títulos patrimoniais. Cada um dos 76 títulos da BOVESPA foi desdobrado em 12, perfazendo um total de 912 títulos. Da mesma maneira, cada um dos 50 títulos da BVRJ foi desdobrado em 5, perfazendo um total de 250 títulos;

(ii) a BOVESPA entregou 150 de seus títulos, em troca da CLC, que foi incorporada pela CBLC;

(iii) a BVRJ, que passou a deter 150 títulos patrimoniais da BOVESPA, promoveu a troca entre esses títulos e títulos representativos de seu patrimônio social, na proporção de 3 para 3. Dessa forma, cada sócia da BVRJ permaneceu com 2 títulos da BVRJ e tornou-se membro da BOVESPA;

(iv) os 150 títulos da BVRJ, recebidos pela instituição carioca na troca acima, foram cancelados;

(v) as Corretoras Paulistas que desejassem operar na BVRJ puderam adquirir um dos dois títulos da BVRJ, que permaneceram com as sócias daquela instituição.

Ainda como conseqüência, cada corretora teve a oportunidade de decidir a quantidade de títulos que desejava possuir e, conseqüentemente, a sua estrutura de operação. Isso porque os recursos operacionais, tais como terminais eletrônicos e número de operadores no pregão, são disponibilizados em proporção ao número de títulos possuídos. O desdobramento dos títulos eliminou um obstáculo para a entrada de novas Corretoras Membros da BOVESPA. Isso devido ao elevado valor que atingiu o título da BOVESPA, e que foi minimizado com o desdobramento dos títulos.

Com a integração das bolsas nacionais, a BVRJ tornou-se o centro exclusivo de negociação de papéis públicos, reafirmando uma atividade que lhe parece ser histórica. Primeira Bolsa de Valores criada no Brasil, sempre teve sua atuação vinculada às empresas estatais. Desde o final da década de 80, a BVRJ passou a perder participação para a BOVESPA e, em 1999, o volume negociado foi de 4,95%. A moderna base tecnológica da BVRJ e a negociação especializada tendem a incrementar a

negociação de valores na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

As bolsas regionais, por sua vez, irão se concentrar na realização de tarefas de promoção e serviços que possam, em novas bases, ampliar o número de investidores.

5. *Conclusão*

A integração das bolsas nacionais foi extremamente favorável para o crescimento do mercado acionário brasileiro, motivada por um novo paradigma que leva as Bolsas a cada vez mais procurarem agregar liquidez e volume de negócios para os seus pregões. Esses fatos permitem concluir que cada vez mais existirão menos Bolsas no mundo. A BOVESPA é a líder natural de eventual processo de unificação das Bolsas de Valores da América Latina.

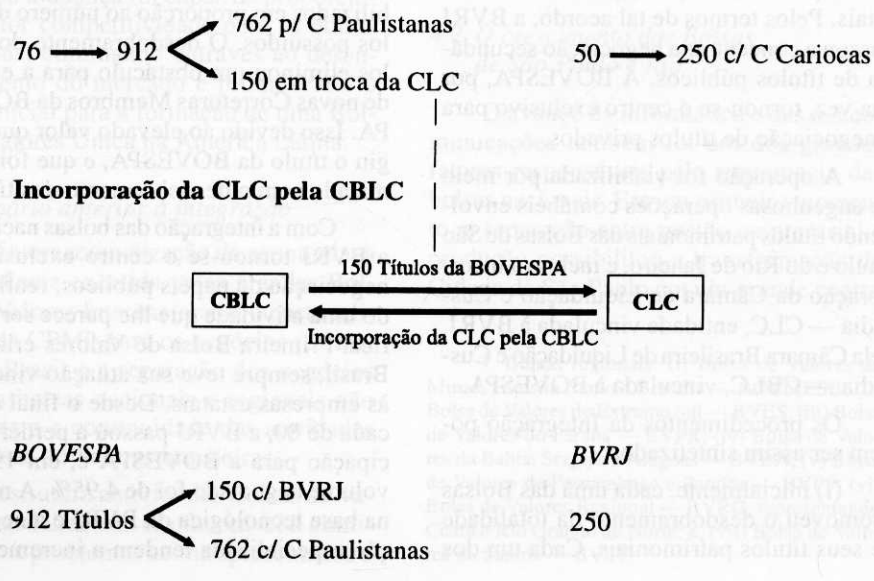
A união de forças, exemplificada pela criação dos mercados especializados da BOVESPA e da BVRJ, tende a agregar maior liquidez e proporcionar a redução de custos para a realização de negócios.

Fusões e integrações de Bolsas de Valores representam um processo em pleno estágio de andamento no panorama internacional. Tal acontecimento permite concluir que cada vez mais existirão menos Bolsas de Valores no mundo, sendo que o mercado deve acabar organizado em função de blocos de países. A BOVESPA, que é a maior Bolsa da América Latina, é a líder natural de tal união de forças.

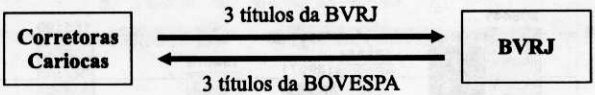
Como síntese de todo o processo, a integração das bolsas nacionais eliminou entraves ao desenvolvimento, agregou liquidez e criou um novo mercado que nasceu para competir no cenário globalizado.

A INTEGRAÇÃO DAS BOLSAS NACIONAIS

1. Desdobramento dos títulos patrimoniais



3. Troca dos 150 títulos da BOVESPA em poder da BVRJ (Corretoras Cariocas tornam-se membros da BOVESPA)



BOVESPA

912 Títulos → 150 c/ C Cariocas; 762 c/ C Paulistanas

BVRJ

250 → 150 (cancelados); 100 (Corretoras Cariocas)

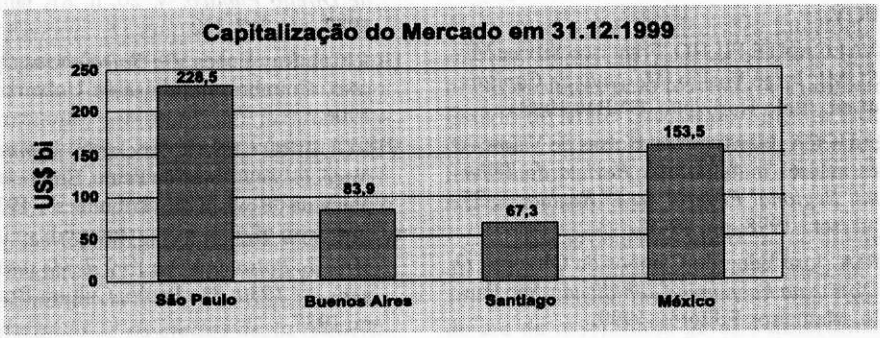
4. Principais conseqüências

- Títulos da BOVESPA mais acessíveis (acesso mais fácil para corretoras)
- Eliminação de estruturas desnecessárias das Bolsas Regionais
- Unificação da CLC e CBLC
- Fim da competição entre as Bolsas Nacionais
- Especialização e crescimento da BVRJ
- Ganhos de escala

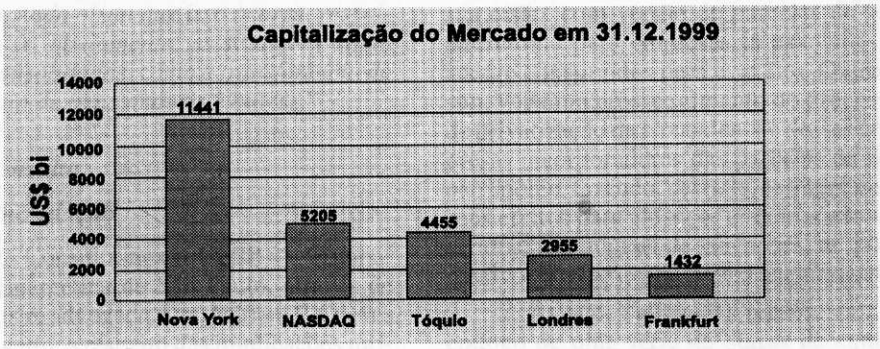
Corretoras Cariocas: Corretoras que detinham títulos da BVRJ, antes da integração

Corretoras Paulistanas: Corretoras que detinham títulos da BOVESPA, antes da integração

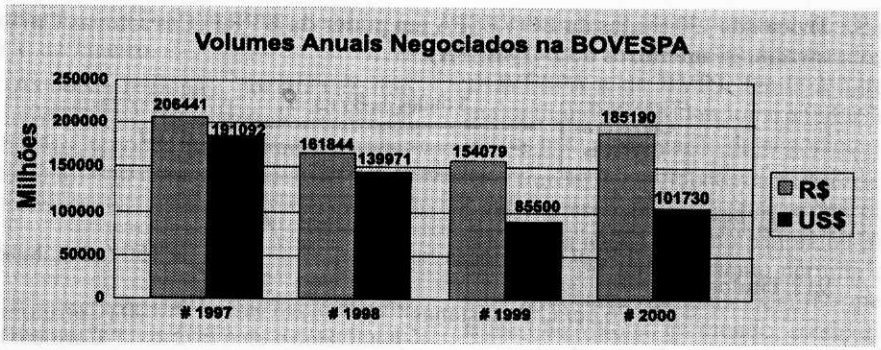
GRÁFICOS DE PARTICIPAÇÃO



Fonte: *Revista BOVESPA*, ano VII, mar./abr. 2000.



Fonte: *Revista BOVESPA*, ano VII, mar./abr. 2000.



Fonte: *Revista BOVESPA*, ano VII, mar./abr. 2000 e Superintendência de Estudos de Mercado da BOVESPA.

BIBLIOGRAFIA

CARMELLO, Milton Huppert Monte. "A Bolsa de Valores de São Paulo: um estudo sobre suas origens, evolução e perspectivas de integração no mercado de valores globalizado", tese de doutorado apresentada na Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas — FGV.

CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva e MISUMI, Jorge Yoshio. *Mercado de Capitais*, 4ª ed., Belo Horizonte, CNBV, 1998.

DE LUCCA, Newton. "As Bolsas de Valores e os valores mobiliários". *Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região*, n. 35, jul./set., 1998, pp. 19-38.

FARIA, José Eduardo Campos de Oliveira. *O Direito na Economia Globalizada*, São Paulo, Malheiros Editores, 1999.

IANNI, Octavio. *Teorias da Globalização*, 8ª ed., Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 2000.

LAFER, Celso. "Brasil: dilemas e desafios da política externa", *Revista de Estudos Avançados*, v. 14, n. 38, 2000, p. 265.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. "Natureza jurídica das Bolsas de Valores", *Revista de Direito Público*, v. 20, n. 81, jan./mar. 1987, pp. 217-222.

ULRICH, Ruy Ennes. *Da Bolsa e suas Operações*, Coimbra, Imprensa da Universidade, 1906.

VERGUEIRO CESAR, Abelardo. *Manual dos Negócios de Bolsa*, São Paulo, Empreza Graphica da "Revista dos Tribunaes", 1939.

WARSHOW, Robert Irving. *Wall Street — História da Bolsa de Nova York desde suas Origens até 1930*, São Paulo, Cultura Brasileira, 193?.