

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Caio Buonvento Hori

Reestruturação nas Bolsas de Valores: desmutualização
e outras mudanças

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO

2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Caio Buonvento Hori

Reestruturação nas Bolsas de Valores: desmutualização
e outras mudanças

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca
Examinadora da Pontifícia
Universidade Católica de São
Paulo, como exigência parcial para
obtenção do título de Mestre em
Economia Política sob a orientação
do Prof. Doutor João Machado
Neto.

SÃO PAULO

2010

ERRATA

Página 22, 19ª linha: Acrescentar a nota: a expressão “monetarização”, aqui, significa a capacidade de transformar a atividade em questão em um negócio visando à obtenção de lucros.

Página 23, 12ª linha: onde se lê “outro estudo que corrobora com esta visão...”, leia-se “outro estudo que reforça esta visão...”.

Página 30, 13ª linha: onde se lê “empresas que tem acesso”, leia-se “empresas que têm acesso”.

Página 34, 18ª linha: onde se lê “Países com semelhanças culturais, como os europeus, tem vantagem nas integrações”, leia-se “Países com semelhanças culturais, como os europeus, têm vantagens nas integrações”.

Página 110, 1ª linha: onde se lê “Outro ponto que a esta nova fase trouxe...”, leia-se “Outro ponto que esta nova fase trouxe...”

Página 110, 3ª linha: onde se lê “da nova fase”, leia-se “na nova fase”

Página 110, 13ª linha: onde se lê “bolsa ir a falência”, leia-se “bolsa ir à falência”.

BANCA EXAMINADORA

Para as mulheres da minha vida, Flavia e Patricia.

AGRADECIMENTOS

Uma grande etapa da minha vida foi concluída neste trabalho, como todo esforço muitas pessoas ajudaram, algumas pessoas inesperadas, outras de uma maneira além da esperada e é bom saber que essas pessoas existem, pois qualquer tarefa ficaria mais difícil, talvez não impossível, mas sem sentido.

Gostaria de agradecer a todos os professores da PUC, pelo seu empenho no programa, mesclando tantos alunos e objetivos diferentes.

Em especial gostaria de agradecer aos professores: Prof. Carlos Eduardo, pela sua ajuda imensa, desde a matrícula no programa a finalização deste trabalho e ao meu orientador Prof. João Machado, que acompanhou todos os processos deste trabalho e se dedicou imensamente para melhorá-lo, aprimorando a minha visão, não apenas acadêmica, mas a uma visão crítica para toda a vida.

Agradeço também a Claudio Jacob, que sempre se mostrou presente para discutir o tema, mostrar novos caminhos para o trabalho e contribuir para a visão crítica necessária para o assunto.

Aos superiores da BM&FBOVESPA, Luiz Felipe Paiva, Marcelo Wilk e Alexandre Gushi, que me apoiaram no projeto, dando total flexibilidade para que esta realização fosse possível.

Aos colegas da BM&FBOVESPA, que sempre contribuíram para os estudos, se empenhando ao máximo para os demais projetos profissionais fossem bem sucedidos.

A minha mãe, Flavia, por me apoiar em todos os projetos da minha vida. Por sempre saber me mostrar como analisar os caminhos que posso seguir me dando força e coragem para conquistar novos objetivos.

Ao meu irmão, Guto, a quem admiro pelos seus objetivos, força de vontade e carisma, que o leva as suas conquistas de um jeito único e especial.

Aos meus amigos, em especial ao Binho, Nando, Glauco, Nelson e Rodolfo, por estarem presentes em todos os momentos que importantes da minha vida e por saber que posso contar com vocês eternamente.

E em especial ao amor da minha vida, Patricia, por ser a companheira fiel que sempre me faz feliz, por compartilharmos conquistas e planos para toda a vida, você é a razão das minhas conquistas.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é estudar o processo de mudança na organização industrial nas bolsas de valores desde os anos 90, quando elas começaram a se desmutualizar, além de ampliarem os processos de integração e de estabelecimento de parcerias estratégicas, fatos não comuns para estas instituições até então. A análise parte da mudança ocorrida nas bolsas de mercados desenvolvidos e acompanha sua expansão para os países em desenvolvimento, constatando que as principais bolsas mundiais já aderiram a este processo. Este processo transformou as bolsas de valores em empresas lucrativas, com ações negociadas em bolsa; com isso, criou novas oportunidades e novos desafios. Estudamos as razões da desmutualização e de outras reestruturações das bolsas de valores, como integrações e alianças entre bolsas. Notando que já existiam algumas condições necessárias para que esses eventos ocorressem, como mercados fortes e larga adoção de tecnologia, analisamos o papel da desmutualização nessas mudanças. Por fim, analisamos o caso brasileiro, em que as duas principais bolsas se desmutualizaram e se integraram.

Palavras-chave: Desmutualização, Bolsa de Valores, Reestruturação em Bolsas de Valores.

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the process of change in the industrial organization of the stocks exchanges, since the nineties, when has begun demutualization, as well the development of the process of integration and strategic partnership, actions not common for this type of institution so far. The analysis began with the changes in developed markets, and follows its expansion to the emerging markets; it shows that most of the main world's stock exchanges already had taken these decisions. This process has turned the stock exchanges in for profit companies, with listed securities; it brought new opportunities and new challenges. The work will investigate what were the main reasons to the adoption of the demutualization and the other restructuring decisions, such as integration and strategic alliances, by the stocks exchanges. Noting that some of the conditions to the changes took place already existed, as the growth of the market and technologies solutions, we investigate the impact of demutualization in this process. Finally, we analyze the Brazilian market, where the two main stock exchanges got themselves demutualized and integrated.

Keywords: Demutualization, Stock Exchanges, Stock Exchanges Restructuration.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	14
1 A MUDANÇA NAS BOLSAS DE VALORES	17
1.1 As mudanças no mercado de bolsas de valores na década de 90.....	18
1.2 Os novos desafios para as bolsas.....	21
1.2.1 Os benefícios da desmutualização.....	24
1.2.3 Os conflitos de interesses pós desmutualização	26
1.2.4 Aprovando a desmutualização	28
1.3 Integração, Alianças e Aquisições no Mercado de Bolsa	31
2 AS BOLSAS DE VALORES NO MUNDO	37
2.1 A desmutualização na Europa	39
2.1.1 Europa e as mudanças no mercado financeiro	39
2.1.2 A desmutualização na Escandinávia	41
2.1.3 Euronext	44
2.1.4 Deutsche Börse	46
2.1.5 London Stock Exchange (LSE)	48
2.1.6 Bolsa y Mercados Españoles (BME)	49
2.1.7 O MiFID, a nova regulação europeia.....	50
2.1.8 CME Group	53
2.1.9 Conclusão sobre o mercado desenvolvido.....	55
2.2 Mercados em Desenvolvimento	57
2.2.1 As bases para a tomada da decisão	61
2.2.2 Desmutualização e os participantes do mercado	62
2.2.3 Destravando o valor através da desmutualização	63
2.2.4 Reestruturação após a desmutualização	65
2.2.5 Listagem das bolsas desmutualizadas	66

2.2.6 Hong Kong Exchange and Clearing (HKEx)	67
2.3 Questões Regulatórias em Países em Desenvolvimento	68
2.3.1 Viabilizando a desmutualização	69
2.3.2 Preocupações com o interesse público	70
2.3.3 Ajustes regulatórios.....	73
2.3.4 Conclusão sobre mercados em desenvolvimento	76
3 O CASO BRASILEIRO.....	77
3.1 A desmutualização no Brasil	78
3.1.1 A BOVESPA	82
3.1.2 A BM&F	91
3.1.3 A integração.....	97
3.2 A Regulação do Mercado.....	99
3.2.1 A Instrução CVM nº 461/07	100
3.2.2 A BOVESPA	105
3.2.3 A BM&F	106
3.3 A viabilidade financeira	106
CONCLUSÃO	109
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	111

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resumo dos tipos de conflitos de interesses	26
Tabela 2: Prós e contras das integrações horizontais e verticais.....	35
Tabela 3: Resultado da pesquisa: Status da desmutualização em mercado emergentes selecionados – 2002	59
Tabela 4: Razões freqüentemente citadas para a desmutualização em mercados emergentes	61
Tabela 5: Ano de Listagem de Bolsas Selecionadas	67
Tabela 6: “Market-to-book” ratio.....	80
Tabela 7: Principais informações financeiras combinadas da BOVESPA....	85
Tabela 8: Informações operacionais da BOVESPA (2002-07).....	86
Tabela 9: Contratos Negociados – Bolsas de Futuros (janeiro à maio de 2007).....	92
Tabela 10: Média Diária Negociada na BM&F (quantidade de contratos) ...	93
Tabela 11: Principais informações financeiras combinadas da BM&F.....	93
Tabela 12: Tipo de Investidores na BM&F em contratos negociados (2006)94	
Tabela 13: Demonstrações Financeiras BM&FBOVESPA (2007-2009) – em R\$ Milhões	107

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Processo de Desmutualização das Bolsas	31
Figura 2: Status Legal dos membros da WFE (2007)	37
Figura 3: Capitalização de Mercado das Bolsas de Valores (em US\$ Trilhões) - 2006	38
Figura 4: Preço das ações de bolsas listadas (Base 100) – Dados selecionados	39
Figura 5: Capitalização nas Bolsas da OMX (em US\$ Milhões) – anos selecionados	43
Figura 6: NYSE Euronext - Áreas de Foco para 2010	45
Figura 7: Principais fontes de renda da Deutsche Börse	47
Figura 8: Principais fontes de renda da London Stock Exchange	48
Figura 9: Posicionamento da BME na América Latina	50
Figura 10: Volume Diário Pró-Forma – CME Group (1972- 3Q 2009)	54
Figura 11: Parceiros do CME Group	55
Figura 12: Evolução Histórica dos Principais Mercados	57
Figura 13: Percentual de Capitalização dos Mercados Emergentes - 2003.	58
Figura 14: Taxa de Crescimento do PIB – Brasil (2000-2008)	77
Figura 15: Evolução do IBOVESPA (2000-2010)	79
Figura 16: Número de IPOs registrados na CVM (2000-2008)	80
Figura 17: A organização da BOVESPA – Pré desmutualização	89
Figura 18: A organização da Bovespa Holding – pós desmutualização	90
Figura 19: Organograma societária BM&F	96
Figura 20: Estrutura societária da BM&FBOVESPA	98

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	Recibo de Depósito de Ações Americano (<i>American Depositary Receipt</i>)
ASIC	Comissão Australiana de Ativos e Investimentos (<i>Australian Securities and Investments Commission</i>)
ASX	Bolsa de Valores da Austrália (<i>Australian Stock Exchange</i>)
ATS	Sistema Alternativo de Negociação (<i>Alternate Trading System</i>)
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BME	Bolsas e Mercados Espanhóis (<i>Bolsas y Mercados Españoles</i>)
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BVSP	Bolsa de Valores de São Paulo (pós-desmutualização)
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CAGR	Taxa de crescimento anual composta (<i>Compound Annual Growth Rate</i>)
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CBOT	Junta de Comércio de Chicago (<i>Chicago Board of Trade</i>)
CEO	Executivo Chefe de Operações (<i>Chief Executive Officer</i>)
CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
CME	Bolsa Mercantil de Chicago (<i>Chicago Mercantile Exchange</i>)
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Monetários
ECN	Rede de Comunicação Eletrônica (<i>Electronic Communication Network</i>)

EUA	Estados Unidos da América
FSAP	Plano de Ação para os Serviços Financeiros (<i>Financial Services Action Plan</i>)
HKEx	Bolsa de Valores e Compensação de Hong Kong (<i>Hong Kong Exchanges and Clearing</i>)
IBOVESPA	Índice Bovespa
IOSCO	Comissão Internacional de Organização de Ativos (<i>International Organization of Securities Commission</i>)
IPO	Oferta Inicial de Ações (<i>Initial Public Offerings</i>)
LSE	Bolsa de Valores de Londres (<i>London Stock Exchange</i>)
MiFID	Diretiva de Mercados de Instrumentos Financeiros (<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>)
Nasdaq	Cotação Automática da Associação Nacional de Operadores de Ativos (<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>)
NYSE	Bolsa de Valores de Nova York (<i>New York Stock Exchange</i>)
OTC	Mercado de Balcão (<i>Over-The-Counter</i>)
SRO	Organização Auto-Reguladora (<i>Self-Regulated Organization</i>)
SSE	Bolsa de Valores de Estocolmo (<i>Stockholm Stock Exchange</i>)
UE	União Europeia
WFE	Federação Mundial de Bolsas (<i>World Federation of Exchanges</i>)

INTRODUÇÃO

O termo desmutualização é caracterizado como a transformação de uma empresa mútua em uma empresa controlada por investidores. Os membros de uma bolsa mútua são seus donos e têm acesso exclusivo a seus serviços; já a bolsa desmutualizada é uma sociedade anônima controlada por acionistas, conforme Aggarwal (2002).

No modelo desmutualizado, o acesso aos serviços das bolsas não está ligado à propriedade da mesma, ou seja, os donos não têm o acesso exclusivo às negociações em seu pregão.

A decisão por esta mudança nas bolsas é uma atitude relativamente recente, iniciada na década de 90 com a Bolsa de Estocolmo, na Suécia. Até então as bolsas eram majoritariamente empresas mútuas e sem fins lucrativos.

A opção por esta nova forma de gerir uma bolsa de valor cria novas oportunidades, como por exemplo, a listagem¹ de suas próprias ações. Este não é um passo obrigatório, mas muitas bolsas optaram por ele.

Com este processo as decisões futuras da Bolsa se preocuparão com as opiniões de vários agentes do mercado financeiro, os acionistas, e não mais com as demandas de apenas de um tipo de instituição, as corretoras membros, os donos da bolsa até então. Um importante ponto que deve ser levado em conta, como aponta Akhtar (2002), é que esta mudança altera profundamente o processo de tomada de decisões na empresa, uma vez que antes da desmutualização qualquer passo poderia ser dado por consenso dos membros; após a desmutualização cada ação passa a valer um voto e a maioria de votos é o que irá definir as decisões.

Esta tomada de decisão teve motivos diversos. No início do processo, na Suécia e Austrália, a competição externa foi fundamental; mas após o sucesso inicial a possibilidade de tornar a atividade da bolsa um negócio

¹ O termo listagem, no mercado financeiro, significa lançar ações em uma bolsa de valores, ou seja, qualquer investidor terá acesso à compra dos ativos desta empresa.

rentável se destacou, e levou bolsas ao redor do mundo a optar por este caminho.

Por outro lado, a alteração na organização da bolsa causou mudanças mais profundas no mercado, com integrações, fusões e parcerias estratégicas entre bolsas ao redor do mundo.

A desmutualização não foi o único fator que alterou o mercado de bolsas, e talvez nem o principal; mas ele catalisou muitas mudanças. Isso porque as bases para as mudanças já existiam, como mercados atrativos para mais investidores e uma infra-estrutura tecnológica suficientemente desenvolvida para permitir integrações internacionais.

A importância deste tema não se limita aos motivos que levaram à desmutualização, mas inclui a análise da profunda mudança que estimulou no mercado, com a aparição de uma atividade rentável onde antes havia apenas um serviço.

Também interessa, paralelamente, questionar quais impactos esta opção teve no mercado, com, por exemplo, a adoção de novos regulamentos e a busca por novos nichos de mercado, objetivando lucros, algo que a bolsa não tinha buscado até então.

O trabalho pretende verificar quais as mudanças ocorreram na organização industrial das bolsas de valores após a década de 90, acompanhando a desmutualização, como elas estão organizadas hoje e o que esperam para o futuro, com o aumento da competição entre elas e com a oferta de novos serviços de negociação de ativos.

Este tema ainda não conta com uma vasta literatura. A bolsa passou por um longo período caracterizada por um tipo de organização, e apenas mais recentemente isso foi alterado; alguns autores já trabalharam este tema, mas novas discussões neste campo podem ser produtivas.

O primeiro capítulo objetiva discutir as mudanças ocorridas de uma maneira geral, sem pontuar exemplos específicos. Serão observadas as grandes semelhanças do processo de reestruturação da bolsa de valores, e identificados os objetivos previstos. Discutiremos as mudanças ocorridas nas bolsas, os benefícios e os desafios colocados para o mercado e as

oportunidades que se abriram, como integrações, alianças estratégicas e aquisições, em escala global.

O segundo capítulo abordará os principais exemplos de reestruturação que observamos no mundo, indo da desmutualização a grandes fusões intercontinentais, processo que criou bolsas de valores maiores, com acesso a mais investidores e mais empresas listadas, tanto nos principais mercados já consolidados da Europa e EUA, como em mercados que apresentam destaque internacional há menos tempo, como é o caso de Hong Kong e de outros países emergentes. Além disso, veremos também qual foi o impacto dessas mudanças para a legislação no setor, quais medidas tomadas e seus objetivos.

Por fim, o terceiro capítulo abordará o caso brasileiro, onde as duas principais bolsas, as antigas BOVESPA e BM&F, se desmutualizaram e se integraram, criando a BM&FBOVESPA, alinhando-se com as expectativas internacionais. Do mesmo modo, examinaremos as medidas tomadas pelos órgãos reguladores domésticos para que o bom funcionamento do mercado fosse preservado, e as medidas tomadas por cada bolsa.

1 A MUDANÇA NAS BOLSAS DE VALORES

As bolsas de valores mantiveram suas estruturas de governança sem grandes mudanças desde o início de suas atividades até a década de 90. A grande maioria das bolsas era controlada por um grupo fechado, com funções e objetivos comuns, como mostra Aggarwal (2002).

Os agentes com títulos patrimoniais eram as corretoras que operavam; essas instituições definiam quais seriam as diretrizes a serem seguidas pela bolsa, como seriam feitos os investimentos e como ela se posicionaria no mercado.

Os mesmos participantes tinham a função gerencial e o acesso ao ambiente de negociação. Ou seja, somente eles podiam trocar as ações e demais ativos; qualquer investidor que quisesse participar do mercado deveria estar ligado a pelo menos uma corretora, como comenta Elliot (2002).

Apesar de este controle não ter mudado ao longo do tempo, o mercado evoluiu no período anterior à desmutualização e as bolsas foram ganhando importância e agregando responsabilidades.

Os ativos negociados aumentaram, com a ampliação dos mercados de derivativos e futuro, além da negociação de títulos públicos e privados, ou seja, passaram a ir muito além da negociação de ações.

Outras atividades também foram integradas às bolsas e as tornaram estruturas mais complexas, como supervisão do mercado, os serviços de listagem, a distribuição de informações, a compensação e a liquidação dos ativos negociados.

O processo de desmutualização alterou a governança e abriu espaço para conflitos, conforme Akhtar (2002), uma vez que o gerenciamento da bolsa passou das mãos dos associados para os acionistas; mas os demais serviços prestados continuam a cargo da bolsa, sendo fundamental que eles fossem mantidos com a mesma qualidade para não haver perdas para as bolsas.

Por outro lado, a desmutualização e a nova organização industrial que se iniciou a partir deste ponto deram às bolsas novas oportunidades, como integrações e alianças. Notaremos que boa parte dos requisitos necessários para essas mudanças já estava presente anteriormente nas bolsas, mas faltava a alteração no gerenciamento dessas companhias, atingida justamente com a desmutualização.

1.1 As mudanças no mercado de bolsas de valores na década de 90

Segundo Akhtar (2002) descreve, durante os anos 90 o mercado acionário passou por uma grande evolução tecnológica, com a adoção de sistemas cada vez mais modernos e rápidos. Sendo assim, investidores e empresas tiveram o acesso facilitado a outros mercados.

Na grande maioria dos casos, os ativos eram negociados somente na bolsa de seu país ou região, como aponta Arnold (1999)². Com a evolução tecnológica, foi facilitada a negociação em mercados internacionais, atingindo investidores de outros países. Do mesmo modo, os investidores também passaram a ter acesso a mercados estrangeiros, às suas informações e oportunidades.

A substituição dos modelos de pregão viva-voz³ por sistemas eletrônicos de negociação⁴ teve grande impacto no mercado, pois os intermediários passaram a ter seus custos reduzidos e puderam oferecer serviços mais eficientes para os investidores.

² Segundo o autor, mesmo companhias grandes, como a AT&T, não atingiam investidores de outros mercados.

³ Pregão viva voz é o modelo de pregão onde as ações são negociadas em uma sala e as ofertas de compra e venda são feitas verbalmente. O problema deste sistema é o custo para se manter vários operadores neste ambiente, recebendo as ordens de especialistas para comprar e vender.

⁴ Sistema eletrônico de negociação é o modelo onde os ativos são negociados dentro de um sistema, ou seja, não existe a obrigação de pessoas estarem em um mesmo local físico para haver negociações. Além disso, a pessoa que acompanha o mercado pode realizar as ofertas diretamente no sistema, não necessitando contar com um operador em um pregão, o que gera menor custo e maior eficiência.

Este sistema garante uma maior transparência ao mercado, pois dá aos participantes um acesso mais equitativo às informações de preços e negociações.

Por pressão dos grandes investidores institucionais, as bolsas buscavam meios de diminuir os custos de transações de ativos. A partir da década de 80, começaram a ser adotados os chamados Sistemas de Negociação Alternativos (*Alternate Trading Systems* - ATS)⁵, que já diminuía os custos e começavam a concorrer com as bolsas, como mostra Hughes (2006).

Outro avanço tecnológico ainda mais radical para o mercado foram as Redes de Comunicação Eletrônicas (*Electronic Communication Networks* – ECN). Estes sistemas operavam independentemente das bolsas atuais, assumindo inclusive o papel de auto-regulação (SRO), função até então exclusiva das bolsas de valores.

A nova dimensão da negociação em bolsa que a tecnologia possibilitou acabou com o monopólio local que as bolsas detinham (atuando até então em mercados locais, listando as companhias de um local e negociando os ativos para os participantes da mesma região), como indicou Arnold (1999).

O avanço tecnológico criou uma competição por liquidez, pois facilitou que uma empresa listasse suas ações em outros mercados (interlistagem), até mesmo estrangeiros.

A interlistagem ocorre quando um ativo que já listado em uma bolsa passa a ser negociado em outro ambiente. Isso geralmente acontece para as empresas chamadas “*blue-chips*”, grandes empresas com prestígio internacional.

Estas companhias, conforme Elliott (2002), geralmente têm negociações em suas bolsas locais e na NYSE ou NASDAQ. Na NYSE este processo, chamado de ADR⁶, não é novo; mas a evolução tecnológica tornou possível a rápida transmissão das informações da companhia para todos os investidores, tornando essa interlistagem vantajosa, pois permite

⁵ Em um sistema ATS, as contrapartes têm acesso direto ao sistema e nele lançam suas ordens, os negócios são fechados automaticamente pelo próprio sistema que os reporta a bolsa. A bolsa de Londres foi pioneira nestes sistemas, como veremos mais detalhadamente no capítulo 2.

⁶ ADR – *American Depositary Receipt* ou Recibo de Depósito de Ações Americano – recibo de depósito que constitui certificado de ações de ativos estrangeiros negociados nos EUA (Pamboukdjian - 2006).

que ela atinja mais investidores, sem que a distância física seja um problema.

As negociações intercontinentais são vantajosas para os investidores, entretanto podem levar a liquidez de um mercado para outro, fazendo algumas bolsas perderam mercado.

O monopólio virtual, uma vez que a interlistagem existia, mas não era difundida, foi quebrado, e isso gerou uma nova preocupação para as bolsas: a competição pela listagem de empresas é um fato recente⁷.

Marek (2008) aponta outro efeito da globalização do mercado de capitais. Segundo sua análise, a qualificação das empresas europeias que se listaram nos EUA e as americanas que foram para a Europa são distintas; as empresas europeias que buscaram as bolsas norte-americanas são na sua maioria empresas de grande crescimento, com alta tecnologia e foco nas exportações, enquanto as norte-americanas que escolheram a interlistagem são empresas com um longo histórico de lucratividade. O mesmo autor afirma que isso pode ser explicado pelas exigências das bolsas para listagem.

As empresas europeias buscam mercados maiores, mais líquidos e já com outras empresas do seu setor para lançar ações, segundo Pagano (2000), além de buscarem mercados que garantam a proteção dos investidores e uma regulamentação avançada.

Os participantes das bolsas também começaram a sofrer alterações, como mostra Armanious (2006). Inicialmente, e por um longo período de tempo, os agentes que participavam da bolsa eram as mesmas corretoras. Elas costumavam ser empresas com tamanhos semelhantes, com produtos parecidos, que atuavam nos mesmos serviços e com margens de lucro equiparáveis. Companhias assim têm a tendência de possuírem os mesmos objetivos e demandas; logo, o controle da bolsa era feito de forma eficiente por membros com este perfil.

⁷ Pagano (2000) mostra que o número de empresas estrangeiras listadas nos EUA no período de 1986 a 1997 aumentou em 131%, ainda que neste período na Europa houvesse um decréscimo de interlistagem.

Segundo Elliott (2002), nos últimos 30 anos os participantes do mercado financeiro mudaram. Começaram a surgir grandes conglomerados financeiros globais, atuando de forma expressiva nos vários ramos possíveis, inclusive na negociação de todos os tipos de ativos.

Esses participantes também tinham interesses nas bolsas, o que fez que a homogeneidade que os membros apresentavam fosse diminuindo, e que surgissem conflitos dos membros pequenos e antigos com os novos, de grande porte e visão diferente do mercado.

O posicionamento destes conglomerados foi fundamental para que as redes alternativas de negociação se criassem. Geralmente um desses conglomerados ou um grupo deles é que estabelece uma ECN, dando à negociação de ativos a performance que eles não encontravam nas bolsas.

Nesse quadro, um clima de competição entre as bolsas surgiu. Marek (2008) mostra que alterar a negociação para ATSs é simples e de baixo custo. Então os grandes investidores, como os bancos de investimento, pressionaram as bolsas para baixar os custos e aumentar os serviços⁸.

1.2 Os novos desafios para as bolsas

A situação descrita acima exigiu que as bolsas se adaptassem à nova realidade, investindo cada vez mais em novas tecnologias e soluções demandadas pelo mercado. As bolsas se adequaram às novas características do mercado e mantiveram seu funcionamento, mas também verificaram oportunidades de negócios dentro da bolsa de valores.

Neste período, o movimento pela desmutualização das bolsas de valores começou, conforme relata Akthar (2002). Ainda que alguns autores relacionem diretamente a opção de desmutualização com as mudanças no mercado tecnológico, isso nem sempre parece uma verdade.

⁸ O desenvolvimento atual do mercado, ajudado pelas novas regulamentações, encoraja a implantação de plataformas alternativas de trocas, como o *Project Turquoise*, um sistema criado por sete grandes bancos de investimento, baseado na Europa, que compete com a Bolsa de Londres (LSE) e a *Deutsche Börse*, como mostra Marek (2008).

As bolsas de valores, com sua estrutura mutualizada, tinham a capacidade de gerar caixa, a partir das taxas cobradas nas negociações e demais serviços prestados ao mercado, como cita Elliott (2002). Com este caixa, é possível investir em tecnologia e nas demais necessidades do mercado, assim como seria possível diminuir as tarifas para competir com outros sistemas de negociação.

O próprio Elliott (2002) monta um quadro onde explica as razões para a NYSE não ter se desmutualizado⁹ até 2006, mesmo que desde 1999 isso já fosse uma medida pensada. Ele aponta três razões básicas. A primeira é a capitalização que a bolsa tinha, que não exigia um novo aporte financeiro; a segunda se relacionava com os interesses distintos dos membros da bolsa, que não se convergiam para a desmutualização; e, por fim, havia uma grande concentração de empresas listadas somente em seus sistemas de negociação.

Uma situação semelhante à de Nova York poderia ser encontrada em várias outras bolsas que optaram pelo caminho da desmutualização. Tinham capacidade de investir e de se manterem competitivas; mesmo assim optaram por se desmutualizar.

IOSCO (2005) se refere à monetarização que ocorre com este processo. Em uma empresa mútua, os sócios não têm a liberdade de converter o caixa gerado pela sua atividade em lucro. Galuppo (2009) expõe o caso da Bovespa, que tinha em caixa R\$ 1,2 bilhão. Mas, por ela ser uma entidade sem fins lucrativos, esta quantia não estava acessível aos sócios, ainda que estes tivessem a obrigação de socorrer a bolsa caso ela precisasse de fundos.

Desta forma, a atividade de bolsa, que era vista apenas como um serviço, passou com a desmutualização e a listagem, a ser vista como um negócio, com objetivo de obtenção de lucros e de sua distribuição para os donos, agora acionistas.

Em outros casos, o quadro é diferente. Na Suécia, a primeira bolsa a se desmutualizar, em 1993, a decisão de desmutualização esteve

⁹ A NYSE se desmutualizaria mais tarde, em 2006, mas não invalida o quadro apresentado pelo autor.

estritamente relacionada à competição com a LSE (Bolsa de Londres), e ao fato de sua rigidez dificultar as mudanças, como relata Lee (1998).

Outro caso em que a bolsa precisava de flexibilidade é o da ASX (a bolsa australiana). Segundo IOSCO (2001), este processo foi aprovado pelos seus membros em 1996 por considerarem que a bolsa precisava ser mais flexível e orientada pelo mercado.

Sendo assim, é possível dizer que as primeiras desmutualizações de fato ocorreram para dar à bolsa uma nova forma de governança. Todavia nos casos que se seguiram isso nem sempre era necessário. Em situações em que a bolsa local se mantinha viável, a desmutualização teve o caráter de um planejamento estratégico da empresa, como fala Karmel (2001)¹⁰.

Outro estudo que corrobora com esta visão é o de Serifsoy (2005), que conclui:

“[...] Outro ponto adotado frequentemente na literatura é contestado neste trabalho: a suposição de que a desmutualização é necessária para a bolsa mútua adotar sistemas modernos de negociações não pode ser confirmado empiricamente. Pelo contrário, bolsas mútuas no nosso estudo têm uma participação maior de negociações eletrônicas que as bolsas desmutualizadas e listadas. [...] Um IPO é mais usado como uma solução para os interesses diversos entre os grandes intermediários internacionais (poucos) e as pequenas corretoras locais (muitas). Os antigos donos vêem a listagem pública como uma forma de catalisar os fatores, maximizar o valor do seu negócio e criar uma saída opcional para os membros que não estiverem dispostos a pagar os custos da reestruturação.”¹¹

¹⁰ Outro aspecto que levou algumas bolsas a optarem por este caminho são problemas de imagens, como fraudes. A Índia, segundo Elliott (2002), apresentava sérios problemas de regulação e de imagem; esta situação precisava ser alterada: desmutualizar as bolsas e reformular a legislação foi a solução adotada.

¹¹ Serifsoy (2005), página 30, tradução nossa.

O que se observa é que a bolsa desmutualizada transforma o serviço prestado para o mercado financeiro em um negócio rentável, criando novas fontes de receitas para os antigos membros, que passam a ser acionistas da nova empresa.

1.2.1 Os benefícios da desmutualização

Essa mudança do foco das bolsas, segundo Elliott (2002), passando de uma empresa sem fins lucrativos gerenciada por um grupo pequeno e fechado de membros para uma instituição com fins lucrativos, ações negociadas e consequentemente um grande número de proprietários (acionistas) traz uma grande flexibilidade para a governança da bolsa, muito mais agilidade e eficiência na tomada de decisões estratégicas para enfrentar a concorrência e se adequar às demandas do mercado (seja de investidores, emissores ou de outros participantes de negociação)¹².

Operações mais flexíveis: a tomada da decisão por este novo modelo de governança corporativa faz com que a bolsa tenha que olhar para suas atividades de uma forma diferente, pois os serviços que ela oferece têm que estar de acordo com a demanda do mercado e gerar lucro. Ela não mais depende apenas das decisões de poucos participantes homogêneos como antes. A bolsa tem que sempre analisar seus produtos, e decidir se os que não atingirem as metas serão descontinuados, ou se terão investimentos para sua melhora e viabilização.

Descontinuar um produto pode ter como objetivo aumentar a margem de lucro da bolsa. Entretanto, no modelo de uma bolsa não desmutualizada, um produto poderia ser mantido devido ao interesse de um participante ou de um grupo de participantes especializados na venda deste serviço. Ou seja, descontinuí-lo seria prejudicial para alguns participantes, que usariam

¹² Existem outros benefícios que podem ser vistos em mercados específicos, como Yong (2006) menciona para o caso chinês, onde a desmutualização possibilitou avanço tecnológico, adoção de novos produtos financeiros e desenvolvimento dos bancos de investimentos locais.

seu grande poder de influência para manter o modelo de negócio. No novo modelo isso não ocorrerá, pois o critério básico de decisão será a melhora da saúde financeira de toda bolsa.

A bolsa ainda poderá oferecer acesso direto aos investidores institucionais, baixando o custo de negociação para estes participantes; mas eliminar intermediários do seu monopólio de acesso à negociação direta significa menos receita para eles.

Tomadas de decisões mais eficientes: as decisões podem ser tomadas de maneira mais rápida e eficiente, pois esse modelo permite e exige um gerenciamento mais profissional. Ou seja, os assuntos fundamentais para a tomada de decisões estratégicas não terão que ser submetidos a comitês para serem discutidas até que um consenso seja formado entre todos os membros. Mais recentemente, muitas bolsas já usavam conselhos menores, porém mesmo assim uma empresa com fins lucrativos tem a vantagem de responder para o mercado de forma mais rápida e objetiva, pela própria possibilidade de submeter uma decisão aos acionistas para ser aprovada ou não por mera questão de votação.

Capital: a desmutualização, sobretudo com a oferta pública de ações, pode trazer um grande influxo de capitais para a bolsa. Isso permiti mais investimento em tecnologia, melhoria dos serviços ou aquisição de novos mercados¹³. Mesmo assim, vemos que este não é motivo fundamental para as bolsas optarem pela desmutualização, como mostra Ramos (2005b):

“Companhias geralmente abrem capital para levantar fundos. [...] Por outro lado, estruturas cooperativas com poucos membros limitam a necessidade de investimentos.”¹⁴

¹³ O Canadá viu seu mercado se consolidar um ano após a *Toronto Exchange* adquirir a outra bolsa do país, a *Canandian Venture Exchange*, acabando com a concorrência doméstica. Já o *OM Gruppen*, a holding formada pela Bolsa de Estocolmo, usou o influxo de capitais tanto para melhorar seus serviços de negociação quanto a tecnologia empregada.

¹⁴ Ramos (2005b), página 10, tradução nossa.

1.2.3 Os conflitos de interesses pós desmutualização

Além dos pontos internos à bolsa, discutidos no item acima, existe um aspecto muito mais complexo para se resolver na desmutualização: os conflitos de interesses, sobretudo nas questões regulatórias.

No quadro abaixo, Carson (2003) faz um resumo desses problemas. As bolsas talvez não tenham que enfrentar todos os itens listados, dependendo da legislação local, mas é importante que na tomada de decisões pela desmutualização todos esses itens sejam estudados e futuramente gerenciados.

Tabela 1: Resumo dos tipos de conflitos de interesses

<p>1. Conflitos entre o negócio e os reguladores</p> <p>1.1 Interesse dos acionistas (maximizar lucros) vs. Interesse público (regulação)</p> <p>2. Conflitos na regulação dos fundos</p> <p>3. Conflitos de administração</p> <p>3.1 Manter padrões regulatórios e regras</p> <p>3.2 Programas regulatórios completos</p> <p>3.3 Administração de regras e requisitos independentes</p> <p>3.4 Decisões de investigação e controle independentes</p> <p>3.5 Regulação dos donos e membros principais que dão receitas</p> <p>3.6 Regulação dos membros associados, cujos interesses a bolsa deve preservar</p> <p>4. Conflitos na regulação dos competidores</p> <p>4.1 Regulação dos agentes envolvidos nas negociações</p> <p>4.2 Regulação nas empresas listadas</p> <p>5. Conflitos da listagem própria</p> <p>5.1 Bolsa acessando as suas próprias informações para listagem</p> <p>5.2 Bolsa monitorando a negociação dos seus ativos e investigando transações quando preciso</p> <p>6. Conflitos nas questões reguladoras específicas</p> <p>6.1 Regras de listagem</p> <p>6.2 Supervisão de mercado</p> <p>6.3 Regulação dos membros</p> <p>6.4 Compensação e liquidação</p>
--

Fonte: Carson (2003), tradução nossa.

Como mostram Carson (2003) e Akhtar (2002), as bolsas tinham o papel de SRO (*Self Regulatory Organization*). A função típica de auto-regulação é a de controlar as negociações (regular a entrada de novos participantes) e as listagens (analisar as qualificações para uma empresa listar seus ativos, a entrada de novos emissores, monitorar os ativos listados e a divulgação de material das empresas), além das corretoras (verificar os recursos financeiros disponíveis por cada membro e sua conduta).

Isso significa que estas instituições têm um papel importante em regular os participantes deste mercado; mas uma bolsa com fins lucrativos pode apresentar conflitos de interesses.

Uma sociedade mútua exercer essa função não era visto como problema para o mercado; esta era mesmo uma das funções esperadas da bolsa, como aponta Elliott (2005).

A bolsa era vista como uma instituição idônea na maioria dos casos e, mesmo quando não era, a supervisão de uma agência reguladora sobre ela era mais simples que sobre os participantes que nela operavam.

Por outro lado, a bolsa era propriedade dos participantes do mercado; logo poderia atender a qualquer demanda destes de forma rápida e eficaz, pois só dependeria da decisão de seus donos, sem necessitar de processos burocráticos presentes em muitos órgãos públicos, sendo supervisionada por eles.

Com a mudança de sua governança e a busca por lucro, a bolsa abre margem para a tomada de atitudes que beneficiem seus próprios ativos ou seus próprios interesses em todos os pontos citados acima.

Por isso, é necessário que um novo modelo de regulação do mercado seja desenvolvido para superar esses conflitos.

Elliott (2002) mostra que, após a desmutualização, as bolsas permaneceram com algumas funções regulatórias, ainda que em algumas bolsas, como no caso britânico, esse papel tenha se reduzido ao máximo e migrado para órgãos do governo¹⁵.

¹⁵ No caso da LSE o *U.K. Financial Services Authority* entendeu que a bolsa deveria cuidar apenas da regulação das condutas de mercado e supervisionar apenas em tempo real. As demais atividades, como as ligadas a listagens e outras, foram para a autoridade financeira local.

Outros lugares adotaram modelos de supervisão nos quais a bolsa continuava monitorando uma parte mais expressiva do mercado, mas sempre com cuidado, para que esta tarefa não a afetasse negativamente. No entanto, pelos exemplos analisados, nenhuma bolsa desmutualizada deve definir as regras de conduta independentemente.

A listagem das próprias ações é algo comum entre as bolsas que se desmutualizaram, e a bolsa controlar as próprias ações é mais um ponto importante a ser discutido, pois existem países que repassam estas obrigações para órgãos públicos ou privados¹⁶.

Uma bolsa desmutualizada não deve ser a responsável por criar as regras que supervisionam o mercado, seus participantes e condutas. Entretanto, não existe um modelo geral definido de como dividir esta responsabilidade; cada região tem adotado o modelo que melhor atende às suas necessidades.

1.2.4 Aprovando a desmutualização

A tomada da decisão de uma bolsa pela desmutualização afeta os participantes do mercado financeiro, sejam locais ou externos, investidores, corretoras e empresas; do mesmo modo pode trazer conseqüências para todo o mercado financeiro local e gerar assimetrias no mercado, com as novas obrigações que a bolsa assume em busca de lucro. Sendo assim, a aprovação desta mudança exige que alguns pontos da administração dessas companhias sejam bem estudados e definidos, para evitar problemas futuros.

Elliott (2002) aponta alguns aspectos que devem ser considerados nesta tomada de decisão, uma vez que o interesse público existente em uma

¹⁶ Na Austrália, esta função ficou com o órgão local de supervisão (*Australian Securities and Investments Commission – ASIC*), enquanto em Singapura, além da autoridade monetária local ficar com essas funções, a bolsa é obrigada a manter um comitê para tratar de assuntos de conflitos de interesses relativos à própria listagem.

O Canadá teve um modo diferente de tratar desses assuntos, criando uma empresa separada da bolsa com a função de regulação ao mercado. Esta empresa se reporta a um comitê executivo diferente, a *Market Regulation Services Inc.* Ela deve assumir esta função em relação à Bolsa de Toronto e a qualquer outro sistema de negociações que houver no Canadá.

bolsa de valores, o seu papel regulatório no mercado e suas funções para o sistema financeiro fazem com que esta decisão tenha uma importância que vai além dos agentes envolvidos nos negócios de ações. Isso cria necessidades de governança distintas, sobretudo na formação do comitê executivo da companhia¹⁷.

Uma preocupação nova para a bolsa é que ela se mantenha financeiramente viável, já que têm acionistas e, além disso, desempenha um papel importante no sistema financeiro em que está inserida.

Não existem padrões para se monitorar a saúde financeira de uma bolsa. Muitas bolsas são obrigadas a prestar informações para os órgãos reguladores locais; mas, por elas serem um tipo de companhia nova, essas informações podem ser incompletas, e não revelarem problemas existentes.

De qualquer forma, a maioria dos reguladores tem poderes legais para intervir nas bolsas, caso algum sinal de alerta seja notado¹⁸.

Esta é uma das questões mais importantes na desmutualização, uma vez que as bolsas têm um papel público. Afinal, uma bolsa ocupa um espaço único no sistema financeiro, e abalos em sua estrutura podem ter grandes consequências para toda a economia.

A viabilidade de uma bolsa não foi um tópico explorado até os dias de hoje, em grande parte devido à sua estrutura, baseada em participantes sólidos, com a participação exclusiva em um país ou região, e ainda por contar com uma fidelidade histórica dos investidores, ainda que isto não seja definido por lei ou regulamento.

Por outro lado, com a bolsa passando a ser uma empresa com fins lucrativos, que enfrenta a competição de outras bolsas, e que não tem mais a estreita relação que tinha com os seus poucos donos, a possibilidade de uma bolsa falir passa a ser algo mais real, e ela deve chamar a atenção dos

¹⁷ Nos EUA, metade dos diretores vêm dos investidores ou do mercado financeiro, enquanto a outra metade são representantes independentes. Já em Singapura, o presidente do comitê tem que ser aprovado pela autoridade monetária local.

¹⁸ A Austrália optou por criar um fundo de reservas da bolsa, já no Canadá alguns índices críticos foram estabelecidos e se a bolsa ficar abaixo de um deles deve emitir um comunicado informando isso.

órgãos públicos. Isto pode até mesmo ser um fator contra a desmutualização.

Devido ao seu posicionamento estratégico, pode ser prejudicial para a bolsa e para a economia ter seu controle monopolizado por um investidor ou grupo deles. Sendo assim, a LSE e a ASX adotaram regras para impedir que isso prejudique o mercado, conforme Elliott (2002).

Acessos: os participantes da bolsa são controlados e definidos por ela no que diz respeito ao acesso a negociação, listagem e informações do mercado. É esperado que a bolsa continue com os mesmos parâmetros de controle sobre estes participantes. São necessárias regras para os acessos dos participantes de negociação (corretoras e demais entidades com permissão para usar os sistemas para negociar as ações), para listagem (empresas com ações negociadas) e para informações (empresas que tem acesso às informações dos negócios realizados em bolsa).

Taxas cobradas: as taxas cobradas pela bolsa tendem a subir, dada a preocupação por lucros, mas isso não pode levar à perda de competitividade. Sendo assim as políticas devem ser monitoradas, conforme mostra Elliott, (2002). Este é um ponto que sustenta a idéia de que as bolsas não se desmutualizam para serem mais competitivas, dado que preços mais altos podem afastar alguns participantes.

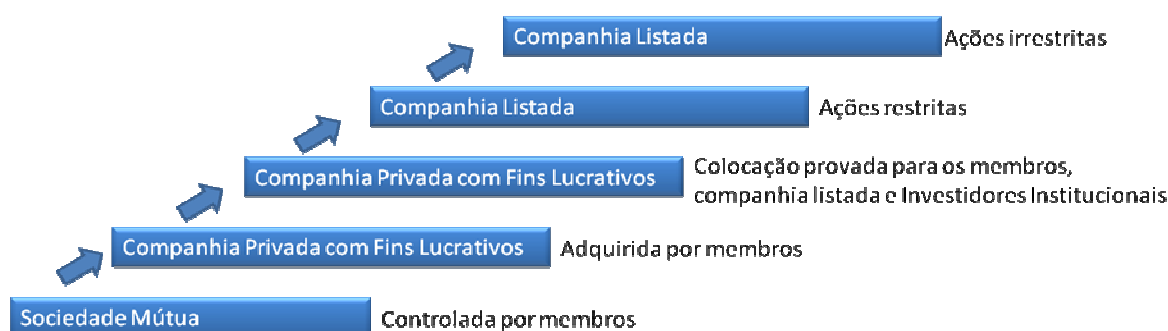
Tecnologia: a tecnologia, como fala Serifsoy (2005), não é uma inovação trazida com a desmutualização, uma vez que as bolsas mutualizadas já tinham grande preocupação com o investimento nesta área. A grande mudança aqui está relacionada com os próximos passos que as bolsas estão tomando, as integrações, que discutiremos melhor na seção 1.3.

Com alianças estratégicas os sistemas deverão estar cada vez mais preparados para se flexibilizarem, atendendo demandas mais variadas.

O estágio em que a bolsa se encontra e as demandas que ela está sofrendo deve ser levando em conta, pois assim como aponta o quadro de Aggarwal (2002), existem vários passos que a bolsa pode dar entre a empresa mútua até a listagem completa. E não necessariamente uma empresa precisa percorrer todos de uma única vez.

A primeira etapa, segundo a visão do próprio Aggarwal (2002), se dá quando as ações são distribuídas para os membros, fazendo destes os detentores legais da companhia. A bolsa pode então arrecadar capital através de uma colocação privada de ações¹⁹, geralmente para investidores estrangeiros e membros. Tendo se tornado uma empresa desmutualizada, a bolsa tem basicamente duas opções: continuar uma empresa privada, ou passar a ser uma empresa listada, sem restrições na negociação de seus ativos.

Figura 1: Processo de Desmutualização das Bolsas



Fonte: Aggarwal (2002)

1.3 Integração, Alianças e Aquisições no Mercado de Bolsa

A desmutualização, como aponta Marek (2008), oferece uma grande flexibilidade de resposta às demandas deste ambiente de negócio, que muda constantemente, além de criar uma postura da bolsa voltada a maximizar os lucros. Sendo assim, a nova estrutura da bolsa possibilita acesso a meios antes não disponíveis a empresas fora do mercado de capitais.

Essa nova postura das bolsas facilita a obtenção de parcerias com outras empresas financeiras com objetivos comuns, sendo possível adotar

¹⁹ Colocação privada de ações é o termo utilizado para definir a venda de ações, ou outros títulos de uma empresa, diretamente a investidores institucionais específicos. Por se tratar de um número restrito de investidores, e estabelecidos previamente, não há a necessidade de a operação seguir a transparência exigida para uma oferta pública de ações em bolsa. Fonte: Investopedia (www.investopedia.com)

programas de incentivos para atrair grandes participantes globais, com a finalidade de aumentar os volumes de negociação.

Esse quadro contribui para um próximo passo que está em curso, como apontado por McAndrews (2002), a integração das bolsas de valores. Na Europa, com a larga adoção do Euro e o avanço tecnológico recente, o ambiente ficou propício a esses acordos, e a adoção de regras menos rígidas para a movimentação financeira entre esses países contribuíram para isso.

Este quadro pode ser observado em outros mercados, tanto em termos de integração geográfica, como se deu entre a norte-americana NYSE e a europeia Euronext, como entre produtos, como aconteceu na Austrália, onde a ASX, responsável pela negociação de ações, e a *SFE Corporation*, de derivativos, anunciaram uma fusão. Isto é auxiliado pelo processo de globalização que se estende por toda a economia.

As bolsas enfrentam maior competição global neste novo cenário; diante disso, a integração parece ser uma solução viável, Aggarwal (2006) chama a atenção para o fato de as bolsas já se comportarem como corporações.

Taizo Nishimuro²⁰, CEO da *Tokyo Stock Exchange*, cita que este realinhamento internacional, fusões e aquisições já são comuns na Europa, e tem potencial para chegar à Ásia, uma região com grande potencial de crescimento.

De fato, como fala Marek (2008), tanto na Ásia quanto no Oriente Médio as bolsas já contam com maior importância. Grandes fundos dessas regiões já enxergam com bons olhos alocar parte de suas carteiras nesses mercados; a própria LSE e a OMX têm um acordo com a Bolsa de Dubai, o que indica a importância dos mercados fora do eixo Europa – Estados Unidos.

A integração das bolsas permite aos participantes terem maiores oportunidades em relação a diferentes ativos, mercados maiores, mais

²⁰ Relatório anual da WFE de 2006.

consolidados e maduros. Entretanto, é importante que esta decisão não seja somente tomada por uma questão de melhor alocação de recursos.

A bolsa de valores tem um papel importante no crescimento da economia de um país, e existem barreiras a qualquer integração. Além das barreiras legais, a diversidade da cultura de negociação pode afetar a bolsa.

Do ponto de vista dos benefícios, existem três aspectos em que as bolsas contribuem para o crescimento econômico: a) aumento da liquidez e diversificação dos riscos, uma vez que os investidores têm acesso a mais ativos para escolher; b) melhor fluxo de informações sobre as atividades de uma companhia, devido às exigências das informações pelas bolsas²¹, com melhora do controle e da governança corporativa; e por fim, c) possibilidade de os investidores migrarem instantaneamente para ativos mais atrativos.

Aemanius (2006) aponta que mudanças que ocorreram no mercado durante a década de 90 na economia foram decisivas para que estes movimentos fossem adotados pelas bolsas de valores.

A desregulação do mercado em geral e das empresas financeiras foi uma dessas mudanças. A competição global fez com que os regulamentos sobre o mercado financeiro se flexibilizassem, diminuindo as barreiras para o acesso de participantes a outros mercados.

O avanço tecnológico foi outro fator, pois possibilitou o desenvolvimento de sistemas e redes integradas, que são fundamentais para que os mercados sejam integrados de forma eficiente, segura e a um custo acessível.

O crescimento do mercado também tem seu papel. As bolsas de valores passaram por períodos de alta a partir dos anos 90²², e quanto maior o mercado melhor o custo-benefício, atraindo mais investidores, como em qualquer economia de escala.

²¹ Existe um termo em inglês para isso: “*full and fair disclosure*” (abertura total e justa dos dados da empresa, em tradução nossa), cunhado após a crise de 1929, e que é aplicado até hoje para definir a transparência que uma empresa negociada tem que ter – Sant’Anna (2009).

²² O índice S&P 500, um dos que melhor define o mercado norte-americano, estava, no início de 1990, em 329 pontos; no fim da década, estava por volta de 1.400, e hoje recuou para por volta de 1.000. É possível verificar seu crescimento de longo prazo (fonte: Yahoo Finance).

A evolução que os investidores institucionais tiveram foi significativa a partir da década de 80, quando eles passaram a administrar a poupança financeira mundial, como fala Pamboukdjian (2006), e suas demandas por investimentos diversificados passaram a ser atendidas.

Além de ser uma forma de buscar novas fontes de investimento, a diversificação do portfólio de investimento contribui para reduzir os riscos a que se está exposto quando se investe apenas em um mercado.

A integração tende a gerar benefícios para a economia e seus participantes, conforme aponta Aemanius (2006). Eles vão desde a redução de custos para os participantes, o que aumenta o retorno para o investidor, contribui para os ativos terem mais liquidez e pode tornar o mercado de capitais uma fonte de financiamento viável para mais empresas, dada à inovação dos produtos e serviços prestados, transformando o mercado de capitais e melhorando o desempenho macroeconômico.

Entretanto, problemas terão que ser enfrentados para viabilizar estas integrações. Países com semelhanças culturais, como os europeus, tem vantagem nas integrações.

Sem um sistema eficiente e barato, a constante troca de moedas pode representar uma barreira para a integração²³. Outro ponto que pode afetar negativamente são práticas locais que tornam os custos de entrada para concorrentes estrangeiros muito altos e inviáveis

Além das questões que dizem respeito ao custo, a questão da regulação do mercado se coloca para as bolsas. Uma vez que se países distintos estão pretendendo um acordo, é natural que tenhamos múltiplos reguladores e múltiplas leis coordenando um mesmo objeto. Este é outro ponto que a Europa sai com certa vantagem, pois a União Europeia (UE) conta com uma lei única desde novembro de 2007, o chamado MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*), que será tratado no capítulo 2.

Por fim, existem os problemas culturais, fatores intangíveis que podem representar problema, como a cultura de cobranças de taxas, ou mesmo a língua e as atitudes.

²³ A Europa com a adoção do Euro não enfrenta este problema, enquanto outros mercados costumam aceitar o dólar nessas negociações.

As integrações podem ser feitas em dois sentidos:

Horizontal: quando são integradas companhias em um mesmo ramo de serviço. Por exemplo, quando temos várias bolsas que negociam um mesmo tipo de ativo juntando suas operações.

Vertical: quando empresas que estão em ramos complementares se integram. É o caso quando uma bolsa de ações junta suas atividades com a câmara de compensação.

Abaixo temos um quadro com as vantagens e desvantagens dessas integrações.

Tabela 2: Prós e contras das integrações horizontais e verticais

	Prós	Contras
Consolidação Horizontal	- Menores custos entre países	- Alto custo de instalação
	- Potencial de corte de custos	- Longo período até os benefícios serem vistos
	- Economia de escala	- Risco de monopólio
Consolidação Vertical	- Competição beneficiando os clientes	- Menor potencial de cortar custos
	- Fácil e rápido de se realizar	- Menor economia de escala
	- Menores custos para os consumidores	
	- Facilita o STP ²⁴	
	- Reduz interfaces	
	- Reduz risco	
	- Aumenta a certeza legal	
	- Aumenta velocidade	
	- Melhor gerenciamento de risco	

Fonte: Armanious (2006) – tradução nossa

Sendo assim, um processo de harmonização de regras para possibilitar essas integrações é esperado. Segundo Nishimuro, existem muitos aspectos para serem definidos até essas integrações serem totais, com questões que vão desde a integração tecnológica até as áreas de negociação,

²⁴ STP - *Straight Through Processing* – todos os processamentos necessários no negócio são feitos automaticamente, sem a intervenção manual, o que reduz o risco de erros e aumenta a eficiência do processo.

compensação e liquidação, onde as diferenças entre mercados continuam a existir.

Na América Latina, esse tipo de movimento também já é visto, ainda que de forma tímida.

Esses países têm a vantagem de terem certa semelhança cultural. A competição crescente dos ADRs²⁵ nos Estados Unidos ajudou a integração local, como fala Pamboukdjian (2006). Até o fim dos anos 80 a maioria desses países contava com várias bolsas dentro de seu território, competindo entre si; após este período, houve uma forte integração local, criando mercados centralizados e mais fortes.

Quanto às alianças, também já existe uma movimentação no local. A BM&FBOVESPA, por exemplo, tem parcerias com as bolsas mexicanas e argentinas; fora da América Latina, com o CME Group.

²⁵

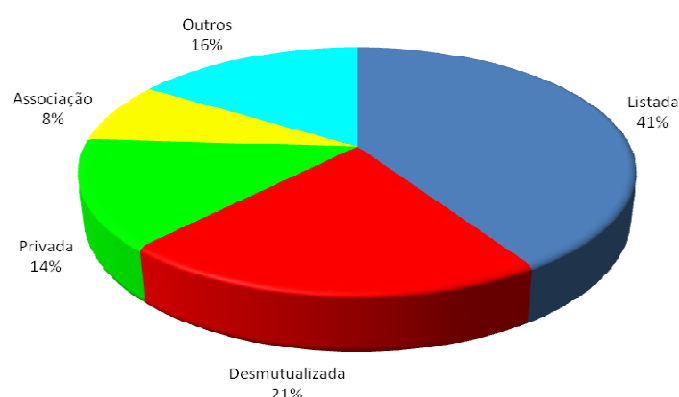
Ver nota 6.

2 AS BOLSAS DE VALORES NO MUNDO

As bolsas de valores, até o início dos anos 90, eram empresas mútuas; só a partir de então este quadro começou a se alterar. Como podemos ver nos relatórios da WFE, hoje o quadro é bem diferente.

Segundo a própria WFE, as bolsas de valores do mundo se encontram no seguinte quadro de governança:

Figura 2: Status Legal dos membros da WFE (2007)²⁶

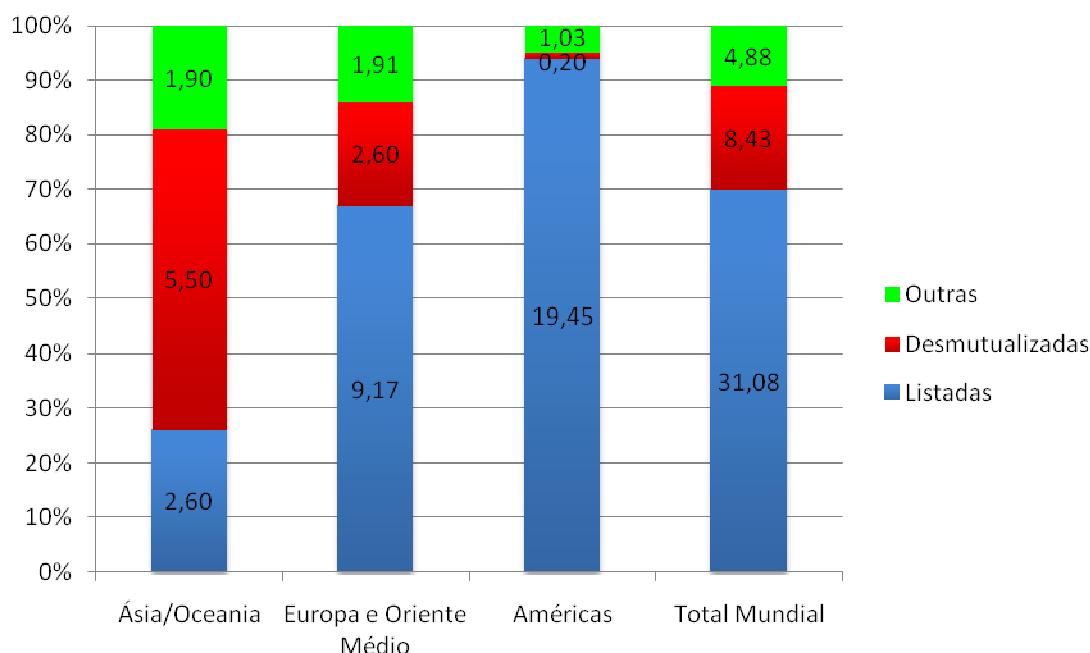


Fonte: Relatório Anual WFE 2008

Outro dado disponibilizado pela WFE mostra que mais de 70% da capitalização mundial das bolsas já estão em empresas listadas. Olhando o gráfico abaixo mostra que as maiores bolsas do mundo neste critério já adotaram este caminho.

²⁶ Diferente do foco do trabalho, a WFE não foca na questão da desmutualização, mas sim na forma de organização das bolsas. Sendo assim, as bolsas que estão na categoria “listadas” (41% do total) se desmutualizaram ou já iniciaram suas operações buscando lucros.

Figura 3: Capitalização de Mercado das Bolsas de Valores (em US\$ Trilhões) - 2006



Fonte: World Federation of Exchange, 2008

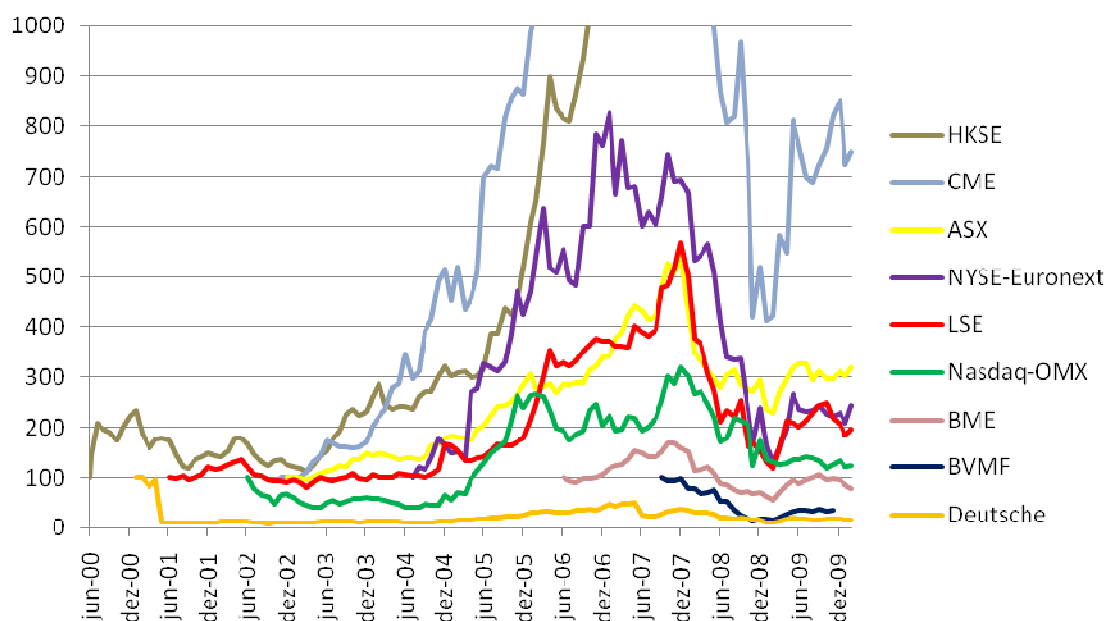
Desde que as bolsas europeias passaram a ser listadas suas ações apresentaram aumentos expressivos nos preços até a crise de 2008. As ações das outras bolsas também seguiram a mesma tendência, com forte destaque para o preço da HKEx, que desde o início da sua negociação no ano 2000 até hoje cresceu mais de 1.000%²⁷.

O gráfico abaixo mostra estes dados. Das bolsas selecionadas apenas três estão com o seu preço de negociação atual abaixo da abertura, e a grande maioria delas apresentou um aumento substancial nos preços até o fim de 2007:

²⁷

Fonte: Yahoo Finance

Figura 4: Preço das ações de bolsas listadas (Base 100) – Dados selecionados



Fonte: Yahoo Finance – elaboração própria

2.1 A desmutualização na Europa

A Europa foi o continente onde este movimento teve início, na década de 90, com a desmutualização da Bolsa de Estocolmo (SSE). Ele logo se espalhou para outras regiões.

2.1.1 Europa e as mudanças no mercado financeiro

Até o início dos anos 90 a estrutura das bolsas era fixa²⁸, elas não tinham fins lucrativos, e não haviam passado por grandes mudanças na sua governança ao longo da história.

²⁸ A estrutura das bolsas não havia passado por nenhuma reestruturação, o modelo era único e adotado mundialmente. Com a desmutualização uma gama muito maior de opções podem ser adotadas, desde o modelo antigo, passando por uma sociedade com fins lucrativos mas sem ações negociadas livremente, até o modelo de capital aberto, com ações negociadas livremente no mercado.

Com a liberalização que o mercado financeiro começou a sofrer, a partir dos anos 90, algumas bolsas passaram a investir suas receitas para aumentar a eficiência de suas negociações, aperfeiçoando a infraestrutura oferecida para os mercados e melhorando sua estrutura de custos, ainda que sem alterar sua governança, conforme já analisamos no capítulo 1.

Já em 1986, a Bolsa de Londres implementou um pacote de mudanças conhecido como “*Big Bang*”, que desregulamentou as taxas de corretagem aos intermediários, implantou um sistema de negociação eletrônico e permitiu que outras instituições financeiras, que não as corretoras, tivessem acesso à intermediação das operações, buscando maior concorrência no mercado, Lee (1998).

Em pouco tempo, essas mudanças começaram a surtir efeitos, e a bolsa londrina começou a atrair mais investidores e empresas estrangeiras, que avaliavam que a negociação neste mercado era mais vantajosa que nas bolsas locais, segundo Aggarwal (2002).

Logo as demais bolsas começaram a se ajustar às mudanças britânicas. Dois anos depois, a Bolsa de Paris adotou a liberalização das taxas de corretagem e permitiu a participação de outros membros nas intermediações das operações de bolsa. Já Frankfurt, Milão, Amsterdã e Madri adotaram plataformas eletrônicas de negociação.

Esse movimento de concorrência foi aprofundado com a entrada em operação dos sistemas eletrônicos de negociação. O primeiro deles foi o *Tradepoint*²⁹, sistema que permite o acesso direto às negociações para investidores.

Essa readequação dos mercados resultou em perda de negócios para as maiores bolsas da região³⁰, uma vez que os investidores tradicionais delas podiam agora migrar para esse meio alternativo e mais barato; mas os mercados menores, como Suécia e Suíça, foram beneficiados.

²⁹ O *Tradepoint* foi constituído em 1995, com o objetivo tanto de atuar como executar as operações de forma rápida e sem intermediários. Na prática era um sistema que cruzava as ordens de compra e venda de seus investidores, sem interferências de corretoras, bancos ou outros agentes, como fala Pamboukdjian (2006).

³⁰ O caso mais expressivo desta queda foi da *Deutsche Börse*, que em 1990 tinha mais de 35% do volume financeiro negociado das bolsas européias, caindo para menos de 20% em 2000, segundo dados da WFE.

Estes mercados foram os primeiros a adotar sistemas de negociações eficientes. Além disso, a mudança na gestão de governança dessas bolsas é outro ponto que pode ser destacado para seu sucesso frente à expansão dos grandes mercados, pois isso lhes dava mais agilidade e flexibilidade na tomada de decisões importantes.

A opção pela desmutualização nos mercados desenvolvidos foi extremamente rápida, sendo que esta onda se espalhou por todos esses mercados e passou a ser um dos objetivos das bolsas. Dez anos após a Suécia ter optado por este caminho, 40% das bolsas membros da *World Federation of Exchanges* (WFE) já o tinham seguido.

2.1.2 A desmutualização na Escandinávia³¹

Até 1993 a Bolsa de Estocolmo (SSE) era uma empresa mútua e sem fins lucrativos, como a maioria das bolsas até então. Vários fatores contribuíram para a tomada da decisão de desmutualização. Em primeiro lugar, 14 dos seus 22 assentos eram controlados pelo governo, o que gerava certo desconforto para o mercado local, que avaliava que isto trazia falta de objetividade na tomada de decisões.

Em segundo lugar, o monopólio de negociações de ações das empresas locais havia sido perdido. A Bolsa de Londres já detinha a negociação de metade do volume de negociação das empresas locais. Além disso, a *OM Gruppen*, empresa com fins lucrativos, operava com grande sucesso, com seu modelo de alta performance tecnológica, no mercado de futuro e opções.

No quadro em que se encontrava, a SSE foi obrigada a rever sua governança, e em 1993 tornou-se a primeira bolsa desmutualizada do mundo, adotando um modelo que lhe permitiria operar com mais flexibilidade, além de atender às demandas dos participantes do mercado de forma mais rápida e eficiente.

³¹ Informações retiradas de Pamboukdjian (2006) e da Nasdaq-OMX (www.nasdaqomx.com)

Pouco tempo depois, e já demonstrando o sucesso na mudança, a SSE aceitou uma oferta da *OM Gruppen* para integrar ambas as bolsas em uma companhia que passou a ser conhecida como OMX Group (www.omxgroup.com).

Já em 2005 este grupo englobava seis bolsas da região (Copenhague, Estocolmo, Helsinque, Riga, Tallinn e Vilnius); além disso, a OMX Group desenvolvia sistemas de compensação e liquidação em conjunto com outras bolsas.

É fácil perceber que a tomada desta decisão pela SSE possibilitou um grande avanço, pois a bolsa, antes engessada pela sua estrutura, passou a ser mais ágil. Em pouco tempo, ela conseguiu se integrar com outras bolsas, buscando outros mercados, negociando novos produtos e diversificando suas receitas graças aos novos nichos de mercado explorados.

Dando continuidade ao processo de realização de alianças estratégicas e posicionamento no mercado global, em 2008 a Nasdaq³² adquiriu a OMX, após uma longa negociação que também envolvia a Bolsa de Dubai, criando assim o grupo Nasdaq OMX. Este grupo tem atuação expressiva nos EUA, na Europa e no Oriente Médio; é responsável pela listagem de mais de 3.700 companhias, opera os serviços de compensação e liquidação em mais de 50 países, e representa um valor de mercado de 4,1 trilhões de dólares³³.

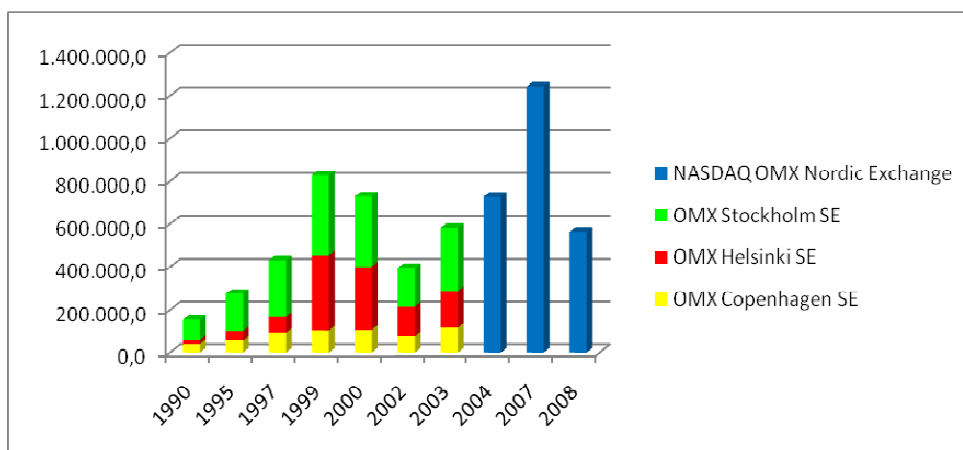
Analisando os números que a OMX apresenta desde sua desmutualização, podemos ver o crescimento na capitalização do mercado, assim como podemos notar que o número de empresas listadas cresceu de 493 em 1990 para 824 no fim de 2008.

O gráfico abaixo mostra a evolução da capitalização nas bolsas da OMX. Podemos ver que sua tendência é de crescimento e que as quedas ocorridas coincidem com anos de crises mundiais.

³² Nasdaq é uma bolsa de valores, fundada em 1971 em Nova York, que oferece serviços de negociação, listagem e tecnologia para companhias em todo o mundo. Após sua fusão com o grupo OMX passou a ser chamada oficialmente de NASDAQ OMX Group, Inc

³³ Fonte: site da Nasdaq OMX (www.nasdaqomx.com)

Figura 5: Capitalização nas Bolsas da OMX (em US\$ Milhões) – anos selecionados³⁴



Fonte: WFE – estatísticas do site

Os próximos passos da companhia, pelo que é dito nas suas apresentações para os acionistas, é continuar com o desenvolvimento tecnológico. Prova disso é a grande importância que ela dá às integrações estratégicas com a Bolsa de Osaka e a Bolsa do Kuwait, e mesmo para um acordo firmado com a BM&FBOVESPA em dezembro de 2009. Além das integrações, a Nasdaq OMX é a fornecedora dos sistemas de negociação, ou de outras soluções tecnológicas, para outras bolsas, como as da Austrália e de Singapura.

Em termos de mercados, o grupo está evoluindo em várias frentes, com destaque para os novos serviços oferecidos na Europa.

O ponto em que a Nasdaq OMX se foca é o da entrada de novas empresas para negociar em seus sistemas. Segundo a própria bolsa, foram 31 IPOs no segundo semestre de 2009, contra apenas 3 no primeiro semestre do mesmo ano. Além disso, outra razão que tem feito esta bolsa ter mais empresas listadas é a troca de algumas companhias que eram listadas na NYSE³⁵.

³⁴ A OMX Copenhague, OMX Helsinki e a OMX Estocolmo se integraram em OMX em 2005, e mais tarde criaram a NASDAQ OMX Nordic Exchange

³⁵ Segundo a própria Nasdaq OMX, foram 24 trocas em 2009, devido às taxas mais atrativas, às oportunidades de visibilidade para os investidores e ao valor agregado de seus serviços.

2.1.3 Euronext

Com a adoção da liberalização na Inglaterra, a Bolsa de Paris logo reformulou sua forma de operar, investindo em tecnologia e integrando os mercados de ações, futuros e opções, além de realizar a consolidação com a câmara de compensação local (SICOVAM), já no início dos anos 90.

Inicialmente, o objetivo francês era constituir um grande mercado europeu para negociações. Não foi possível atingi-lo, mas já em 2000, com a criação da Euronext, três bolsas se aliaram: a Bolsa de Paris, a Bolsa de Amsterdã e a Bolsa de Bruxelas, todas já buscando formas de reduzir custos e aumentar a eficiência nas negociações dos seus ativos.

A criação deste grupo, já desmutualizado, tem por objetivo concorrer com os dois principais mercados europeus, a Bolsa de Londres (LSE) e a *Deutsche Börse*. Ele se constituiu como uma holding holandesa com ações listadas na França; ou seja, sua empresa controladora tem sede na Holanda, mas seus ativos são negociados na França.

Com isso, esta nova empresa conseguiu adquirir o mercado de futuros londrinos, a LIFFE (*London International Financial Futures Exchange*), o que representou uma grande perda para a Bolsa de Londres. Os membros da bolsa londrina avaliavam a proposta de venda de seus títulos para o Grupo OMX para criar outra associação de bolsas na Europa, segundo Pamboukdjian (2006), além de adquirirem a Bolsa de Valores de Lisboa e do Porto, em 2002.

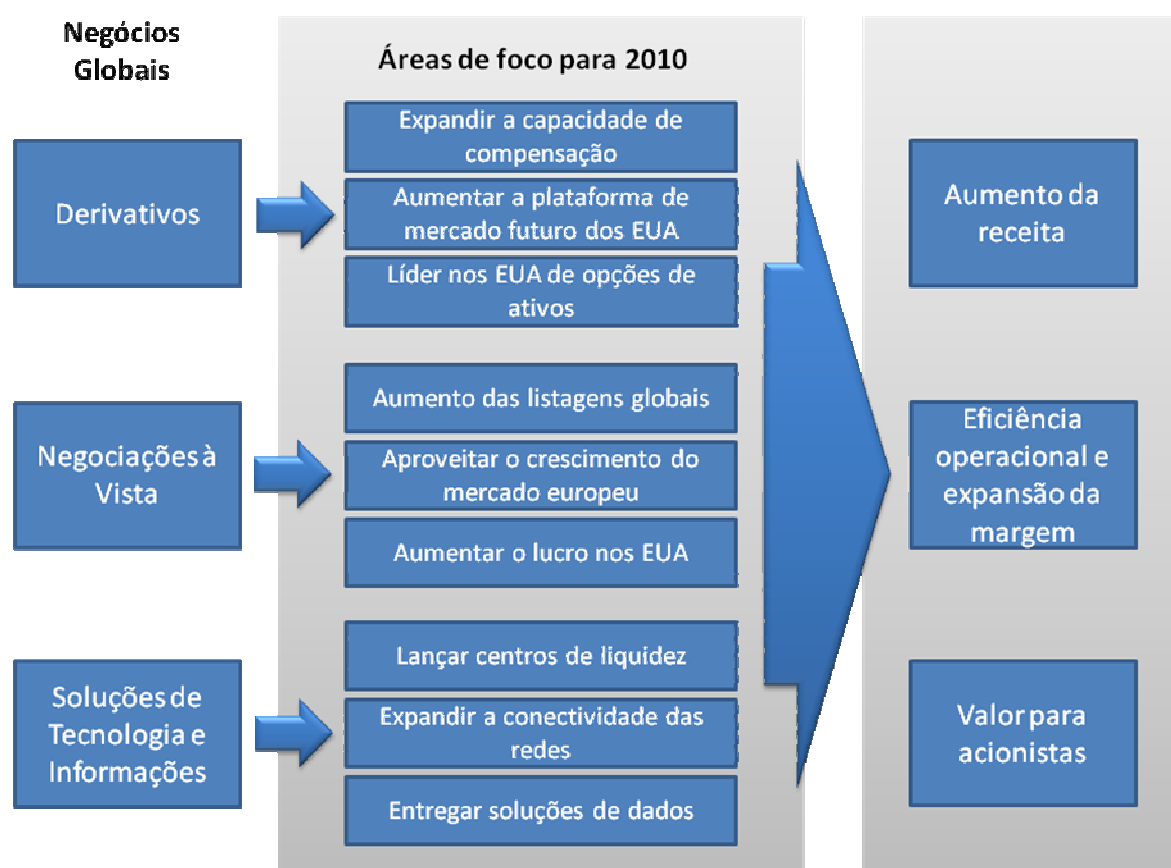
Em 2003 o grupo comprou parte das ações da LCH.Clearent, o maior grupo europeu fornecedor de serviços de compensação, e em 2004 a integração da Euronext foi estruturada de forma que as operações tivessem uma plataforma para renda variável e derivativos, conhecida como LIFFE CONNECT®.

Por fim, em 2007, a Euronext e a NYSE juntaram suas operações, criando um mercado que ultrapassa as barreiras europeias e reúne dois grandes importantes mercados mundiais, os EUA e a Europa. Isso mostra que a consolidação das bolsas está cada vez mais globalizada.

Os próximos passos da companhia, conforme informado na conferência do último semestre de 2009, serão o crescimento das receitas com foco no desenvolvimento de novos produtos e mais cortes de custos, com o objetivo de aumentar o valor das ações.

O quadro abaixo, divulgado pela companhia, mostra as áreas de foco em que a NYSE Euronext irá atuar. O que se observa é que, com exceção do mercado de derivativos, o restante das atividades ocorrerá fora dos EUA.

Figura 6: NYSE Euronext - Áreas de Foco para 2010



Fonte: NYSE Euronext (www.nyse.com), tradução nossa

A NYSE também chama a atenção para as questões regulatórias que surgem com as mudanças que estão ocorrendo no mercado.

Os principais pontos levantados são o MiFID³⁶, as negociações dos “*dark pools*”³⁷, os “*high-frequencies traders*”³⁸ e as negociações de OTC (“*over-the-counter*”)³⁹

2.1.4 Deutsche Börse

A Bolsa da Alemanha, como analisa Aggarwal (2002), é uma empresa que oferece diversos serviços financeiros: negociações de ações, mercados derivativos, compensação e liquidação dos negócios, serviços de informações para o mercado e tecnologia.

A bolsa conta hoje com a segunda maior plataforma de negociações de ativos da Europa, o Xetra; possui 50% da Eurex, a maior bolsa de derivativos do mundo, e 50% da Clearstream, que presta serviços de compensação e liquidação de forma lucrativa, segundo Aggarwal (2002). Possui também uma área de tecnologia de informação desenvolvida que, além de prover sistemas para a própria bolsa, presta serviços externos.

Este complexo modelo de atuação se formou em 1990. Em 2001, para atender às expectativas do mercado e se alinhar com o futuro das bolsas, decidiu pela desmutualização e listagem.

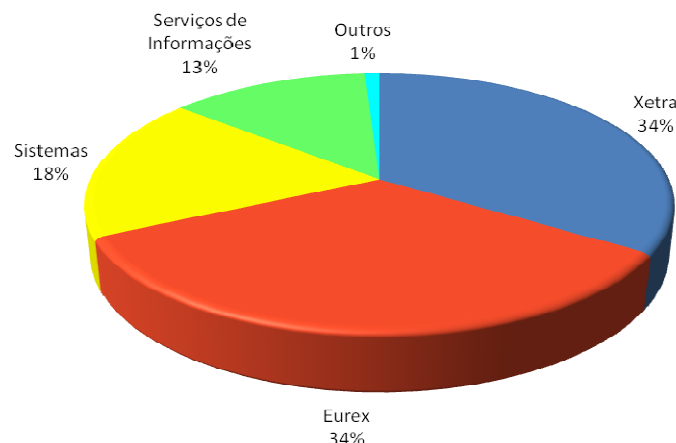
³⁶ *Market in Financial Instruments Directive*, lei adotada na Europa a partir de 2007 e que será analisada adiante.

³⁷ Os chamados “*dark pools*” são uma forma alternativa de se negociar sem que os preços, volumes ou as ordens sejam informados desde o princípio. O investidor apenas informa qual ativo deseja negociar, sem informar a quantidade ou o preço. Geralmente investidores institucionais usam este meio para não afetar o preço das ações no mercado. Fonte: Investopedia (www.investopedia.com).

³⁸ Os “*high-frequency traders*” (HFT), ou investidores de alta frequência, são especializados em negociar um volume muito grande de papel, com diferenças mínimas de preços. Isto só é possível através de programas de computadores que analisam e executam essas ordens. A vantagem deste investidor para a bolsa é a liquidez que ele fornece para os mercados. Fonte: Investopedia (www.investopedia.com).

³⁹ OTC, ou mercado de balcão, é o tipo de negociação onde a transação é feita fora do ambiente de bolsa, muitas vezes devido à baixa liquidez do papel. Fonte: Shopinvest (www.shopinvest.com.br)

Figura 7: Principais fontes de renda da Deutsche Börse



Fonte: Aggarwal (2002)

A oferta inicial de ações foi um grande sucesso, com o preço das ações já subindo no primeiro dia de negociação, 5 de fevereiro de 2001.

O controle da bolsa foi dividido da seguinte maneira: 51% para investidores estratégicos, como as corretoras, bancos e bolsas de valores regionais; 15% ficaram em posse de outras instituições alemãs; 13% com empresas americanas; 12% com companhias britânicas; 7% com outras instituições; os 2% restante com investidores de varejo.

Após a desmutualização, a bolsa teve lucros satisfatórios, e sua característica de atuar em vários mercados diminuiu o risco de vulnerabilidades.

Hoje, segundo a própria Deutsche Börse, o seu sucesso se deve à quantidade de produtos oferecidos para o mercado, e à grande preocupação com o gerenciamento de custos da empresa.

Para 2010, segundo relatórios das empresas, são esperados investimentos para um crescimento real das atividades da bolsa, mas sem que isso ultrapasse os custos que a empresa apresentou ao longo dos anos de 2008 e 2009.

2.1.5 London Stock Exchange (LSE)

A Bolsa de Londres é a maior da Europa em valor negociado, e em número e valor das companhias listadas.

A Bolsa se desmutualizou em 2000, e em julho do ano seguinte completou sua listagem, tendo capitalizado 1 bilhão de libras. Nesta operação, os investidores institucionais ficaram com 25% das ações da bolsa, como comenta Aggarwal (2002).

A Autoridade do Serviço Financeiro⁴⁰ (FSA), que é o órgão que controla todas as empresas listadas na LSE, passou a controlar também a própria bolsa, garantindo que não houvesse problemas de conflitos de interesse a partir desta decisão.

As principais fontes de receitas da bolsa londrina são os serviços de corretagem, listagem e informação. Diferentemente da bolsa alemã, a LSE só opera com ações.

Figura 8: Principais fontes de renda da London Stock Exchange.



Fonte: Aggarwal (2002)

Em 2007, a LSE e a Borsa Italiana, a bolsa de valores da Itália, que desde 1998 já era privatizada, se juntaram, formando o London Stock Exchange Group, como se vê no site do grupo.

⁴⁰

Financial Services Authority – em tradução nossa.

O grupo considera que a Europa ainda é um mercado imaturo, comparado com o norte-americano, e que isso abre muitas oportunidades.

O grupo avalia que há uma tendência de internacionalização dos clientes, e que para mantê-los será necessário a redução de custos e o investimento em tecnologia.

Para o futuro, a idéia, segundo os relatórios da própria bolsa, é investir em novos produtos, desde derivativos ao chamado Baikal, a negociação de “*dark pool*”⁴¹. Será também buscada a expansão geográfica de suas atividades.

Além disso, o grupo pretende expandir os seus serviços de compensação para outros mercados, assim como para mercados OTC⁴², e melhorar os seus serviços.

2.1.6 Bolsa y Mercados Españoles (BME)

O mercado financeiro espanhol teve um grande impulso a partir da segunda metade dos anos 90, com a onda de privatizações que ocorreram no país, como diz o próprio site da Bolsa de Madrid.

Em 1999, a Bolsa de Madrid começou a operar o Latibex, o mercado latino-americano em euros, uma parceria formada para que as ações de empresas sul-americanas pudessem ser negociadas na Espanha. A BM&FBOVESPA participa deste programa.

Em 2002, nasceu a “*Bolsa y Mercados Españoles*”, sociedade que integra os mercados secundários e de registro, compensação e liquidação dos valores.

Já em 2003, as bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao e Valência, além da Iberclear, Meff, Aiaf, Senaf e *BME Consulting* foram consolidadas sob a BME. Em 2006 as suas ações começam a ser negociadas em bolsa.

Apesar de estar sofrendo os efeitos da crise, o que pode ser visto nos seus relatórios, a BME está se posicionando para operar em um mercado de

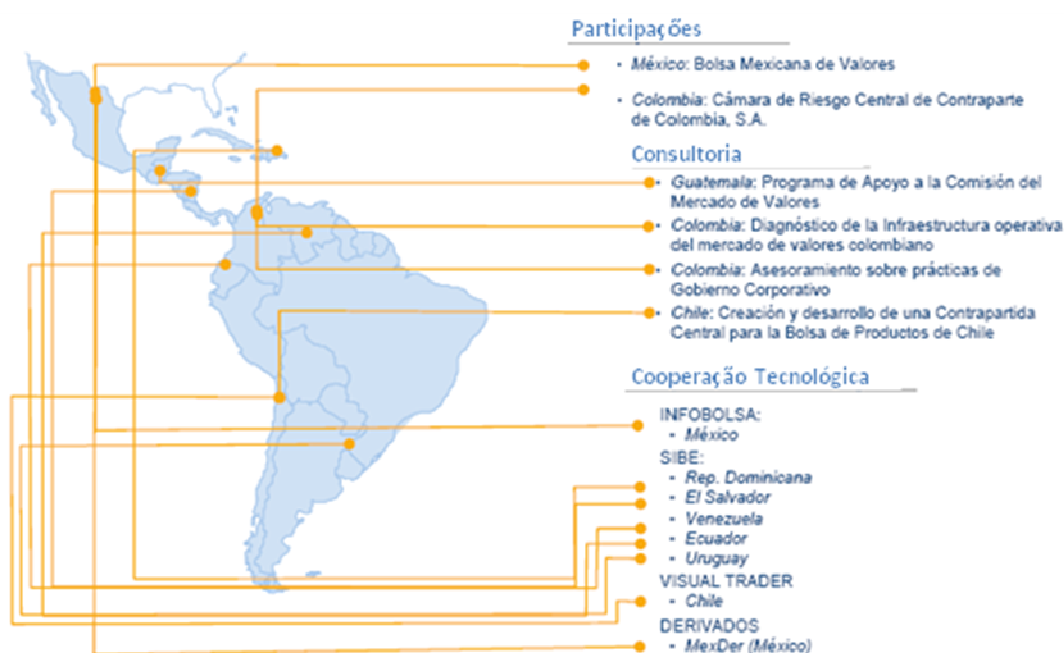
⁴¹ Ver nota 37

⁴² Ver nota 39

balcão seguro, aumentando a liquidez dos seus mercados e buscando desenvolver oportunidades ligadas a novos marcos regulatórios.

A BME tem uma forte influência na América Latina, com presença ativa em vários países, como pode ser visto no quadro abaixo:

Figura 9: Posicionamento da BME na América Latina



Fonte: BME: Apresentação de Resultados do 2º semestre de 2009.

Como estratégia de crescimento a BME pretende diversificar os serviços oferecidos, atraindo empresas em crescimento do mercado local, fornecendo novos produtos e informações para o mercado, e aumentando os projetos na América Latina.

2.1.7 O MiFID, a nova regulação europeia

Desde novembro de 2007 a Europa conta com uma lei comum para o mercado de ações e derivativos, chamada de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID), ou Diretiva para o Mercado de Instrumentos Financeiros em tradução nossa, que abrange os 30 países da UE, segundo seu site.

Este regulamento toca em quatro pontos fundamentais, como analisa Marek (2008): empresas de investimento, bolsas de valores e outras companhias de negociações multilaterais, empresas fornecedores de dados e companhias especializadas em soluções tecnológicas para o mercado.

Esta iniciativa foi tomada a partir da consideração de que a integração monetária não criaria por si só um único mercado financeiro na região; foram realizados estudos que identificaram quais barreiras se opunham a isso.

Em 1999, foi dado o primeiro passo para a integração dos mercados financeiros europeus com a criação do FSAP (*Financial Services Action Plan*, ou Plano de Ação para os Serviços Financeiros, em tradução nossa).

O FSAP foi desenhado para ser a espinha dorsal do que seria a futura integração financeira europeia, abordando questões legislativas e de regulamentação, como aponta Haas (2007). Este plano teve um grande impacto no mercado europeu, mais acentuado nas transações entre os grandes participantes do mercado financeiro, preparando o mercado para a integração total que viria com o MiFID.

O MiFID foca em pontos complementares, procurando aumentar a integração da região através da competição, facilitando o acesso aos mercados de vários participantes, tendendo a fazer os preços dos serviços caírem. Além disso, a transparência e competição também são buscadas. Para aumentar a segurança, por um lado, é exigida maior transparência nas negociações; por outro a cooperação entre os reguladores é incentivada, pois esta homogeneidade é essencial para a implementação desta diretiva.

O novo ambiente criado por esta reestruturação pode levar a grandes mudanças. A competição pode aumentar, com a facilidade de negociar entre países e a entrada de novos participantes.

Além disso, existem outros setores que podem se beneficiar com esta expansão, pois novos serviços serão demandados, desde serviços intermediários, preparados para facilitar o acesso a outros mercados, a fornecimento de dados, como analisa Haas (2007).

Casey (2006) analisa que a conectividade das bolsas deverá crescer bastante. Isto é vantajoso para os mercados médios e pequenos da Europa (por exemplo, a Bolsa de Viena e os mercados do Leste Europeu), mas

também é válido para os mercados centrais, uma vez que a conectividade é importante no novo modelo de trocas, onde a fragmentação da liquidez e a descentralização das negociações são esperadas.

A adoção dessa regulamentação é vista como uma ameaça para alguns mercados também, como Marek (2008) aponta para o caso húngaro, onde as grandes companhias são negociadas por estrangeiros, através de subsidiários de bancos internacionais operando na Bolsa de Budapeste. Com a integração vem o temor de que os bancos diminuam a presença local, internalizando suas ações⁴³, e que isto afete negativamente o capital doméstico e a economia do país. Este meio de negociação é previsto e permitido no MiFID, assim como acontece com os sistemas alternativos de negociação (ATS).

Já a Deutsche Börse vê no novo mercado uma oportunidade para aumentar o portfólio oferecido. Ela já estava se preparando para oferecer aos seus participantes uma gama maior de serviços e mais informações sobre a relação custos/benefícios de cada um deles.

Como aponta a Goldman Sachs (2008), o aumento do volume das negociações nos mercados tem ocorrido nos últimos anos graças aos investidores de alta-frequência, “*black-pools*” e sistemas eletrônicos de negociações (ECNs). Alguns desses mercados já existiam na Europa; mas eles devem se multiplicar pelo continente e aumentar a tecnologia presente, para atrair novos investidores.

Por fim, Marek (2008) conclui que o impacto em um primeiro momento será grande para os bancos de investimento, mas em longo prazo a mudança mais profunda estará relacionada às bolsas, pela possibilidade de internalização das ofertas e pelo aumento da competição que irá atingir os meios de negociação tradicionais e os provedores de informações do mercado financeiro.

⁴³ Internalizar uma oferta significa que o corretor que receber a ordem para negociar uma ação usa o seu próprio estoque para liquidá-la. Ou seja, um investidor solicita a compra de uma ação, e a corretora, ao invés de lançar esta ordem no mercado, pode liquidá-la com os ativos de sua carteira própria. Fonte: Investopedia.

2.1.8 CME Group

O CME Group (*Chicago Mercantile Exchange Group*) foi criado em 2007 com a fusão da CME (*Chicago Mercantile Exchange*) e da CBOT (*Chicago Board of Trade*). Em 2008 adquiriu a NYMEX (*New York Mercantile Exchange*), sendo a maior bolsa do mundo em capitalização de mercado⁴⁴.

A CBOT foi criada em 1847; foi a primeira bolsa do mundo de futuros, como aponta o site do grupo (www.cmegroup.com). Já a história da CME remonta a 1898, com a criação da *Chicago Butter and Egg Board*, que em 1919 passou a se chamar *Chicago Mercantile Exchange*.

Apenas no ano 2000 a CME optou pela desmutualização, e em 2002 ela se tornou a primeira bolsa norte-americana a listar suas ações. Já a CBOT optou pelo mesmo caminho em 2005.

Em 2007, as duas bolsas se uniram, formando o CME Group, que no ano seguinte adquiriria a NYMEX.

Com a desmutualização e a criação do CME Group, a companhia se tornou cada vez mais uma empresa prestadora de serviços financeiros, com um crescimento expressivo após os anos 2000, como vemos no gráfico abaixo, retirado da apresentação do *Analist Day* da companhia de 2009 (disponível em: http://files.shareholder.com/downloads/CME/828975120x0x322310/fb2816e5-cdcc-407b-abfc-00fc55ac0f63/Analyst_Day_Full%20Program%209_30%20FINAL%20for%20web%20cast%20no%20builds.pdf).

⁴⁴

US\$ 2.437,86 MM em 30/12/2009, segundo a Bloomberg.

Figura 10: Volume Diário Pró-Forma – CME Group (1972- 3Q 2009)



Fonte: CME Group

O CME Group, além de integrar as atividades das três instituições, vem buscando o objetivo de efetuar alianças globais com diversos membros do mercado financeiro global, para alavancar suas operações.

Segundo a companhia diz em suas apresentações, sua lista de parceiros é grande, e seus investimentos têm uma forte sustentação em tecnologia. Assim, segundo a companhia, será possível estreitar cada vez mais o relacionamento internacional, e atingir novas empresas e mais investidores.

A base de parceiros do CME Group:

Figura 11: Parceiros do CME Group



Fonte: CME Group

É possível ver que, além de participantes norte-americanos, a bolsa conta com parcerias em todo o mundo, como na Europa (LCH.Clearnet, BNP Paribas, etc.), na América Latina (BM&FBOVESPA) e na Ásia (Bolsa da Malásia, Bolsa de Singapura, etc.).

Assim, estratégia de crescimento da bolsa se baseia no maior investimento em tecnologia e na ampliação da expansão internacional. Por meio de alianças com bolsas nos mercados emergentes, busca sua expansão nestes mercados e adquirir empresas.

2.1.9 Conclusão sobre o mercado desenvolvido

A partir dos anos 90, as bolsas de valores, como empresas, passaram por grandes mudanças, como desmutualizações, fusões e aquisições.

Não podemos afirmar que a desmutualização provocou todas essas mudanças, até por que antes dela já haviam ocorrido aquisições e fusões de bolsas⁴⁵; mas com certeza ela acelerou o processo.

Quando foi iniciado na Suécia, a principal função da desmutualização, como apontado por Lee (1998), era a de modernizar o mercado local diante do crescimento da concorrência; mas, como diz Serifsoy (2005), a desmutualização mostrou para a bolsa o seu valor como negócio, além do seu caráter de prestadora de serviços. Um fato que suporta esta tese é que a maioria dos IPOs das bolsas ocorreram em momentos de mercado em alta.

Esta mudança no mercado possibilitou grandes alterações na organização do mercado mundial, pois a busca por eficiência, que se reflete em lucro para os acionistas, passou a ser maior. Logo movimentos típicos de empresas com essas características começaram a ser adotados pelas bolsas.

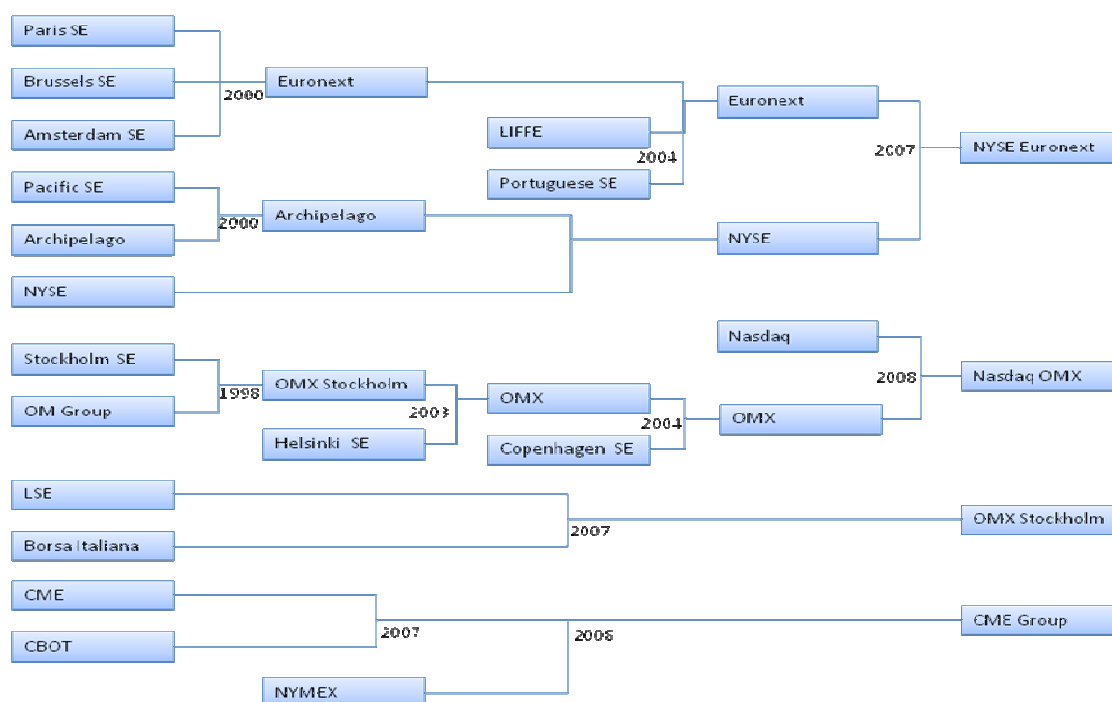
Paralelamente a estes acontecimentos, os sistemas alternativos de negociação também começaram a ganhar espaço, o que também contribuiu para acelerar as mudanças no mercado.

O quadro abaixo faz um resumo das integrações ocorridas no mercado americano e europeu neste período. É notável como esses acordos entre bolsas se intensificaram. Grandes centros se unem para ganhar robustez, enquanto antigamente as integrações ocorriam entre bolsas pequenas, ou então pela bolsa de maior porte adquirir outras menores.

Por fim, outra mudança que podemos verificar é a busca de parcerias estratégicas. Elas já existiam antes, porém novamente, é possível dizer que o processo de desmutualização das bolsas catalisou estes acordos. Hoje, as grandes bolsas, apoiadas pela tecnologia existente, buscam novas oportunidades em vários mercados, e unem-se com diversos tipos de participantes (outras bolsas, instituições financeiras, empresas fornecedoras de dados, entre outras).

⁴⁵ O Brasil mesmo é um caso, que chegou a ter várias bolsas operando em paralelo e muito antes da desmutualização houve integrações, como podemos ver em Pamboukdjian (2006).

Figura 12: Evolução Histórica dos Principais Mercados



Fonte: Aggarwal (2005), modificado e atualizado até 2008.

2.2 Mercados em Desenvolvimento

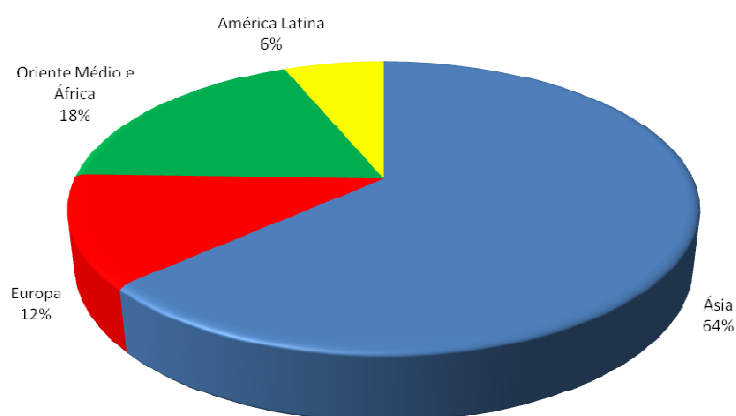
Apesar de representar apenas 11,1% da capitalização do mercado global, em 2003⁴⁶ os mercados emergentes⁴⁷ ganharam importância, uma vez que esta mesma porcentagem era de 6,3% em 1998. Além disso, os investidores cada vez mais se interessam pelos ganhos de aplicações nestes mercados.

A Ásia representa a maior parte deste mercado, como vemos abaixo; as empresas listadas somavam 25.282 companhias, mais que as 24.573 dos mercados desenvolvidos em 2003 (IOSCO).

⁴⁶ Fonte: Standard and Poor's World Stock Market Factbook.

⁴⁷ Mercados emergentes são aqueles localizados em regiões de baixa ou de média renda, segundo o Banco Mundial.

Figura 13: Percentual de Capitalização dos Mercados Emergentes - 2003



Fonte: IOSOCO (2002)

Os países em desenvolvimento também foram afetados pelo novo modelo de gestão do mercado de ações, a desmutualização; entretanto, esta onda se deu de forma menos intensa e por motivos distintos.

Mesmo no começo da década de 2000 uma pesquisa feita pela IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) já apontava que grande parte das bolsas dos países emergentes considerava esta possibilidade, quando não estavam a caminho dela. Além disso, temos casos como o brasileiro em que, apesar de não haver até 2003 planos de desmutualização, em 2007 já tinha completado esse processo, inclusive com a listagem de ações em bolsa.

Tabela 3: Resultado da pesquisa: Status da desmutualização em mercado emergentes selecionados – 2002

Jurisdição	Considerando	Status
Brasil ⁴⁸	Não	Mutualizada
China	Não	Mutualizada
Polônia	Não	Mutualizada
África do Sul	Sim	Mutualizada
Srilanka	Sim	Mutualizada
Tailândia	Sim	Mutualizada
Índia	Sim	Em processo
Indonésia	Sim	Em processo
Paquistão	Sim	Em processo
Turquia	Sim	Em processo
Chile	Sim	Desmutualizada
Hungria	Sim	Desmutualizada
Malásia	Sim	Desmutualizada
Filipinas	Sim	Desmutualizada
Taipei Chinesa	Sim	Desmutualizada

Fonte: IOSCO (2002)

O resultado da pesquisa, e a diferença em relação aos mercados desenvolvidos, não é uma total surpresa, dada a estrutura dos mercados e suas jurisdições. Ou seja, esses mercados são menos integrados internacionalmente, e muitos deles tinham ou têm ainda as bolsas ligadas diretamente aos órgãos de seus governos, o que retarda um pouco esta iniciativa.

O grande número de bolsas que pensavam na desmutualização como uma alternativa levou a IOSCO a investigar um pouco os motivos que as levaram a isso.

Assim como no caso das bolsas dos países emergentes, o aumento da competição global foi um dos fatores principais para a tomada deste caminho, mais especificamente, as preocupações dessas bolsas são a queda na liquidez e a marginalização dos mercados domésticos.

⁴⁸ Segundo o estudo da IOSCO a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) foi a responsável pelas respostas brasileiras. Assim como órgãos reguladores semelhantes responderam as questões pelos demais países.

Outro ponto que também reforça esta visão é o aumento da competição direta, tanto regional quanto estrangeira; uma vez que as empresas listadas têm acesso mais fácil a outros mercados, podem lançar suas ações em mercados mais robustos, prejudicando as menores bolsas.

Sendo assim, a desmutualização é vista como um catalisador para a transformação no modelo de negócio das bolsas destes mercados, remodelando toda a sua estrutura para estarem mais bem preparados para o aumento da competição.

Outro ponto que pende a favor da desmutualização é a possibilidade de uma maior colaboração de acionistas estratégicos, que tenham conhecimento técnico internacional e possam importá-los para essas bolsas, dando maior eficiência e acelerando o desenvolvimento de novas tecnologias e habilidades.

Um ponto que diverge bastante dos mercados emergentes para os mais desenvolvidos é a preocupação com os meios alternativos de negociação e as redes de comunicação eletrônicas (ATS e ECNs). Isso pode ser entendido pelo fato de na maioria desses mercados esses meios de transação de ativos ainda não serem muito relevantes; levando em conta o tamanho dos mercados, esse tipo de investimento talvez não seja tão atrativo para os grandes conglomerados financeiros que operam essas redes em outros países⁴⁹.

Outro ponto muito comum nesses mercados é o uso da desmutualização como meio de reformar a estrutura de governança das bolsas, principalmente quando existem conflitos entre os participantes do mercado, como entre os corretores e acionistas.

Por fim, um assunto não muito mencionado pelas bolsas, mas que faz sentido em mercado emergentes, é o acesso a novos fundos. A desmutualização permite que a bolsa realize uma oferta inicial de ações, o que gera um grande fluxo de capital para a empresa, dando oportunidades de se adotarem projetos de melhorias e investimentos, além de diversificar

⁴⁹ O Paquistão é uma exceção para isso, segundo a pesquisa, mas isso pode ser explicado pelo fato de a Comissão de Ativos e Bolsas Paquistaneses autorizar a PEX Limitada a operar um ECN.

as fontes de receitas da bolsa, tradicionalmente ligadas às taxas de listagem e negociação.

Tabela 4: Razões freqüentemente citadas para a desmutualização em mercados emergentes

Bolsa de Valores	Competitividade	Reforma nos Membros	Facilitar Alianças	Expandir o Acesso	Desbloquear o Valor
Bolsa de Valores de Budapeste	✓	✓	✓		
Bolsa da Malásia	✓	✓	✓	✓	✓
Bolsa de Valores das Filipinas	✓	✓			
Bolsa de Valores de Taiwan	N/A - A Bolsa de Taiwan sempre foi estruturada como uma companhia desde sua fundação				

Fonte: IOSCO (2005)

2.2.1 As bases para a tomada da decisão

As decisões pela desmutualização das bolsas de mercados desenvolvidos vieram de dentro das instituições, que perceberam as necessidades do mercado e a maior competição. Já nos mercados emergentes, isso não ocorreu; os grandes patrocinadores para a desmutualização nesses casos foram o governo ou os órgãos reguladores.

Isso pode ser entendido pela estrutura das bolsas desses mercados. Geralmente pode-se encontrar apenas uma bolsa de valores, comumente chamada de “bolsa nacional”⁵⁰; mesmo quando há mais bolsas, uma acaba se destacando claramente a líder. Isto já acaba com a possibilidade de concorrência interna e as leis locais costumam limitar as negociações eletrônicas e outras formas de negociação, o que protege essas bolsas da concorrência internacional.

⁵⁰ Em muitas dessas bolsas o governo tem participação ativa, ocupando lugares no grupo de diretores da companhia. Além disso, em muitos desses países o desenvolvimento da bolsa de valores é visto como parte da política nacional e com estritamente ligado ao desenvolvimento econômico, o que justifica essa participação ativa e os incentivos fiscais.

Outro ponto que também contribui para esta participação do governo é a relativa novidade que a regulação dessas instituições financeiras tem neste mercado, o que gera a necessidade de o governo e demais entidades reguladoras terem um papel ativo, diminuindo o risco de fraudes e outras adversidades que poderiam prejudicar a imagem da bolsa.

Essa estrutura a que as bolsas estão expostas leva a uma questão: será que o momento em que essas instituições se encontram ainda não lhes daria condições insuficientes para a desmutualização, principalmente nas questões de liberdades financeiras e regulamentações inadequadas?

Mas, sem dúvida, o apoio dado pelo governo contribui para os esforços em prol da desmutualização, pois ajuda a administrar os conflitos gerados pelo vários membros dentro das bolsas (acionistas, emissores, corretores) e a assegurar um quadro apropriado para a administração comercial e para as questões regulatórias. Mesmo em países onde a desmutualização não foi a solução adotada podemos notar esforços do governo para desenvolver as bolsas⁵¹.

Outro ponto que se coloca contra a desmutualização nesses mercados, a imaturidade do setor privado, poderia ser um risco, e os custos gerados pelo insucesso da desmutualização seriam imensos. Ainda assim, Índia, Malásia e Paquistão prosseguiram com suas desmutualizações, e outros mercados mais tarde também optaram pelo mesmo caminho.

2.2.2 Desmutualização e os participantes do mercado

Ainda que nos países em desenvolvimento a tomada da decisão pela desmutualização tenha passado pela validação do governo, como aponta a IOSCO (2005), outros agentes do mercado, como investidores, emissores dos ativos, corretores e os reguladores também tiveram sua importância no processo. Todos esses grupos têm um grande poder de lobby, e deixá-los à margem deste processo, ou ignorar suas opiniões a respeito pode trazer consequências negativas para o sucesso da tomada desta decisão.

Quando a desmutualização é de iniciativa de órgãos públicos, as tensões podem ser mais pronunciadas, chegando ao ponto de os demais membros do mercado criarem grandes empecilhos à implantação das novas gestões das bolsas de valores.

⁵¹ Na Tailândia, o processo de desmutualização foi interrompido, pois considerou-se que o governo poderia adotar políticas de desenvolvimento no mercado de capitais que não seriam possíveis com uma bolsa com fins lucrativos.

A Malásia conseguiu contornar esses problemas de uma maneira eficiente, ouvindo a opinião dos diversos grupos que são diretamente afetados pela alteração nas bolsas, gerenciando o processo de forma a chegar a consensos para as principais questões e garantir o apoio de todos para dar continuidade a desmutualização. Os grupos consultados dos países em desenvolvimento foram: corretores de ações, interessadas no assunto por deterem os títulos patrimoniais da bolsa; administradores da bolsa, interessados na eficiência que o novo modelo de bolsa pode dar ao mercado; governo e órgãos reguladores, com o papel focado no interesse público (analisando como redesenhar a estrutura regulatória e o posicionamento da bolsa de modo a garantir que mecanismos eficientes de governança fossem adotados); e investidores e emissores (apesar de esses grupos não serem parte central deste processo, decidiu-se por levar em conta as suas opiniões, para mostrar o lado democrático desta tomada de decisão).

As bolsas que passaram por este processo, e que definem previamente quais papéis ficaram com a iniciativa pública e privada, têm sua imagem melhor avaliada. Afinal a participação do governo ou de órgãos reguladores é fundamental para que as mudanças regulatórias sejam aprovadas, abrindo as portas para o processo.

2.2.3 Destravando o valor através da desmutualização

O valor de uma sociedade mútua é algo não esclarecido para o mercado, pois muitas informações da companhia ficam restritas aos seus membros, assim como o seu poder de atuação e possibilidades de expansão.

Como mencionado anteriormente, o processo de desmutualização pode destravar o valor da bolsa de valores através da listagem dos ativos dela própria. Isso garante acesso mais disseminado às informações da companhia e maior transparência na sua atuação e estratégia.

Com isso, voltamos ao aspecto já discutido: este processo permite que os membros da bolsa sejam trocados com mais facilidade, pois basta uma

simples compra e venda de ações, abrangendo um número maior de interessados em participar da administração das bolsas. Isso aumenta a liquidez das bolsas.

Vários métodos podem ser usados para definir como será a cessão de propriedade da empresa, mas na maioria dos casos as corretoras são as donas da bolsa sem fins lucrativos.

Na Hungria, nas Filipinas e em Taipei as corretoras-membro passaram a ser acionistas, mas isso fez apenas que a classificação dos donos fosse alterada.

Já em lugares como Malásia, Paquistão e Índia, houve uma ruptura maior entre os antigos membros e os atuais donos. Na Malásia, a alocação ocorreu conforme as contribuições históricas, ficando 40% para a indústria de corretagem. 30% foram alocados para o Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Capitais⁵² e os 30% restantes ficaram com o Ministério das Finanças. Essa distribuição foi baseada na idéia de que, para o sucesso e desenvolvimento da bolsa, o esforço público seria fundamental. A alocação inicial foi feita para atingir o maior espectro de agentes envolvidos no processo.

No Paquistão, 60% das ações da bolsa ficaram para as instituições financeiras, visando retornos financeiros, enquanto o restante foi dividido entre as três bolsas paquistanesas existentes para questões distintas a lucros.

Na Índia foi recomendado que o direito de voto fosse determinado pelo conselho de administração da bolsa de valores, com a aprovação do governo

A alocação de uma parte do valor para criar um fundo de desenvolvimento do mercado de capitais ajuda a assegurar os benefícios da

⁵² A idéia deste fundo é capacitar, criar conhecimento, proporcionar pesquisas e educação no mercado de capitais, buscando altos níveis de profissionalismo e conhecimento no mercado.

desmutualização; ações similares às da Malásia foram adotadas em outros lugares⁵³.

2.2.4 Reestruturação após a desmutualização

Um dos principais fatores citados em prol da desmutualização nas bolsas de valores é o aumento da competição. Porém, assim como vimos na Europa, o fato de desmutualizar uma bolsa não é suficiente para enfrentar os novos desafios do mercado. Por outro lado, nessa nova governança as integrações e reestruturações podem ser feitas muito mais agilmente.

Mesmo os reguladores dos mercados emergentes vêem necessidades de consolidar as bolsas localmente, concentrando a liquidez em apenas um lugar e ganhando robustez. É reconhecido que nesses mercados menores não existe uma necessidade real de várias bolsas, pois isso pode criar uma competição local desnecessária; além disso, com sua integração tem-se o chamado ganho de escala.

Em mercados desenvolvidos da Ásia houve uma fusão entre bolsas de ativos e futuros, como no caso de Hong Kong, aonde a bolsa de valores, a bolsa de futuros e três câmaras de liquidação se uniram, ou em Singapura, onde a *Singapoure Exchange Ltd.* se formou a partir da junção da antiga bolsa de valores, da bolsa de futuros e das câmaras de liquidação de ativos e derivativos.

Uma diferença que podemos notar entre os mercados desenvolvidos e em desenvolvimento é a questão da competição, conforme aponta o relatório da IOSCO (2005). Nos países em desenvolvimento, a integração das bolsas sempre foi vista como um meio de se fortalecer diante da competição internacional. Entretanto, na Austrália, em 1999, quando a *Australian Stock Exchange* tentou se juntar à *Sydney Futures Exchange*, as autoridades

⁵³ Na Tailândia foi discutida a possibilidade de criar um fundo com essas características, alocando recursos da bolsa, e em Singapura um fundo similar foi criado previamente.

negaram, sob a alegação que a existência de duas bolsas é benéfica para competição⁵⁴.

Isso mostra que em países em desenvolvimento o mercado global tem uma importância grande, já em grandes mercados duas bolsas podem concorrer entre si, estimulando a competição em um local que tenha demanda doméstica suficiente para justificar mais de um centro de negociação de ativos.

Para os mercados emergentes, algo mais difícil de imaginar é a integração com mercados de outros países, como já se viu muito em mercados desenvolvidos, devido à grande relação do governo com as bolsas. Entretanto, as bolsas desses países começam a explorar alternativas para isso, através de acordos entre bolsas, permitindo acesso a mercados estrangeiros, mas sem perda de controle da bolsa⁵⁵.

2.2.5 Listagem das bolsas desmutualizadas

Nos países desenvolvidos, a listagem da bolsa após sua desmutualização parece ser algo mais natural que nos mercados menos privilegiados. Nos países mais avançados, é comum a desmutualização e a listagem ocorrerem de forma simultânea, o que já não ocorre nos outros países.

Isso pode ser explicado por uma preocupação dos órgãos reguladores dos mercados emergentes, que consideram que é necessário um período de adaptação da administração da bolsa para este novo ambiente, assim como é necessária a adaptação dos demais membros do mercado.

⁵⁴ Em 1988 a *Australian Stock Exchange* foi criada a partir da junção de seis bolsas de valores.

⁵⁵ A *Australian Stock Exchange* e a *Singapore Exchange Ltd.* já operam um acordo onde os investidores de uma bolsa têm acesso a certos ativos da outra. A bolsa da Malásia também tem interesse no acordo desses com a bolsa de Singapura.

Tabela 5: Ano de Listagem de Bolsas Seleccionadas

	Bolsa	Data da Desmutualização	Data da Listagem
Mercados Desenvolvidos	Australian Stock Exchange	1998	1998
	Deutsche Borse AG	2001	2001
	Euronext	2000	2001
	London Stock Exchange	2000	2001
	NYSE	2006	2006
	TSX Toronto Stock Exchange	2000	2002
Mercados em Desenvolvimento	Athens Stock Exchange	1999	2000
	BM&F	2007	2007
	BOVESPA	2007	2007
	Bursa Malaysia Bhd.	2004	2005
	Hong Kong Exchanges and Clearing	2000	2000
	Philippine Stock Exchange	2001	2003
	Singapore Exchange	1999	2000

Fonte: IOSCO, 2005 e Aggarwal, 2005.

Mas mesmo com essas preocupações, existem benefícios na listagem, como proporcionar controle público e motivação para implementar estratégias para melhorar a performance nos negócios. Ela facilita a tomada de decisões entre participantes e é um meio de a bolsa financiar grandes projetos, como investimento em infra-estrutura ou mesmo de obter recursos para se integrar com outras bolsas.

Por outro lado, encontros mais recentes dos órgãos reguladores das bolsas dos países emergentes já começam a mostrar preocupações quanto aos desafios enfrentados pós-desmutualização, questionando se os benefícios trazidos por este processo não teriam sido superestimados.

2.2.6 Hong Kong Exchange and Clearing (HKEx)

A primeira bolsa de Hong Kong data de 1891, com a criação da Associação de Corretores de Hong Kong, que passaram por diversos momentos de prosperidade e crises até os dias atuais, conforme o site da empresa.

Com a crise do fim dos anos 90 e a mudança do mercado financeiro global, as autoridades remodelaram o mercado de bolsa, dando início ao

mercado chinês como temos atualmente, ao juntar as bolsas e as clearings existentes no mercado sob uma única holding, a *Honk Kong Exchanges and Clearing Limited* (HKEx).

Em 2000, as bolsas de valores, futuros e clearing se desmutualizaram, e em seguida abriram seu capital.

A bolsa finalizou o ano de 2009 como a segunda maior bolsa do mundo em capitalização de mercado, segundo a Bloomberg.

Sua estratégia atual está em se consolidar como a principal fornecedora de ativos da China para o mundo e, para isso, segundo os dados da própria bolsa, investe cada vez mais em estreitar o relacionamento com as empresas e outras bolsas da China continental.

Fora a parte interna, a bolsa também mostra grande preocupação com o mercado internacional. Por um lado, tenta se aproximar de outros mercados; por outro, também investe para se tornar cada vez mais atrativa internacionalmente.

Atualmente, a bolsa tem se mostrado empenhada em evoluir nas informações divulgadas para o mercado e na transparência das informações de suas empresas listadas, assim como tem investido em tecnologia e infraestrutura.

2.3 Questões Regulatórias em Países em Desenvolvimento

Neste contexto, listar a bolsa parece intensificar a pressão por resultados imediatos, mas é difícil imaginar que uma instituição que até pouco tempo não operava com foco no resultado possa adotar estratégias agressivas de mercado. Além disso, existe a preocupação de que a pressão dos investidores faça com que as bolsas percam o foco nas obrigações legais a que são submetidas.

Este processo criou um novo desafio, desenhar e gerir a administração das bolsas pós desmutualização, tanto da parte regulatória, pois é necessário que ela seja vista como uma empresa competitiva, atuando no mercado quanto da reestruturação das bolsas, que passará a ter entre suas principais metas a busca por receitas.

Assim como nos mercados desenvolvidos, desmutualizar uma bolsa de valores trouxe para os mercados emergentes a discussão e a preocupação com o conflito de interesses que esta nova estrutura gera e como ela deve ser gerida.

No caso dos mercados emergentes, outros pontos também foram monitorados com bastante atenção para as questões regulatórias, sobretudo a parte pré-desmutualização, onde foram tomadas atitudes para viabilizar este processo, principalmente na esfera legal, onde foi necessário analisar como se daria o processo, como a bolsa seria enquadrada legalmente a partir desta etapa (dado que não é mais uma fundação sem fins lucrativos e sim uma sociedade anônima), e a relação que passará a ter com os reguladores, órgãos que fiscalizarão a bolsa, mas também atuarão em parceria para fiscalizar o mercado.

2.3.1 Viabilizando a desmutualização

O processo de converter a bolsa em uma entidade com fins lucrativos tem traços particulares a cada país ou local, dadas as leis a que cada bolsa esta sujeita, além do papel dentro do sistema financeiro em que está inserida, o contato com os órgãos reguladores e sua forma de constituição.

Em caso de uma bolsa formada como uma empresa limitada, a desmutualização tem que transformar seus membros em acionistas. Caso a bolsa fosse uma empresa pública, a privatização seria necessária.

Além disso, cada país pode ter formas de controles distintos, com sociedades organizadas de maneiras diferentes, ou seja, é necessário que a mudança da estrutura da bolsa seja alinhada com a regulamentação da jurisdição a que ela pertence.

De qualquer forma é muito provável que essa decisão dependa de emendas na legislação existente para apoiar essa mudança, quando não à criação de novas leis⁵⁶.

⁵⁶ Em Singapura, um ato para bolsas de 1999 foi aprovado, contemplando a desmutualização. Na Índia, além das alterações legais, foram também aprovados incentivos fiscais para encorajar o processo.

Essas alterações de legislação são, na maioria dos casos, o maior desafio para concluir o processo, devido à sua lentidão.

Em casos como o de Hong Kong, foi possível adotar uma solução não legislativa. As duas bolsas existentes (*Stock Exchange of Hong Kong* – SEHK e a *Hong Kong Futures Exchange* - HKFE) criaram programas separados, mas relacionados entre si, para o processo de desmutualização, facilitando as aprovações necessárias juntos aos órgãos de regulação⁵⁷.

Mas o mais comum é que os mercados emergentes tenham que realizar alterações legais para viabilizar e facilitar essas mudanças nas bolsas. Na Malásia, emendas específicas foram feitas para a desmutualização (o chamado *Kuala Lumpur Stock Exchange Act*), e no Paquistão foi adotada uma legislação especial que abordava também temas de integração nas bolsas de valores.

2.3.2 Preocupações com o interesse público

A preocupação com o interesse público é de grande importância para uma bolsa desmutualizada. Geralmente as preocupações que se tem com bolsas com fins lucrativos estão relacionadas aos padrões regulatórios que serão mantidos sobre o mercado, mesmo que para isso um lucro adicional tenha que ficar em segundo plano.

Este debate é comum em qualquer bolsa que passa por esta transição. Surgem os chamados conflitos de interesses, dada a tensão natural de a bolsa ter que regular emissores e investidores, que são simultaneamente acionistas (donos) das bolsas.

Sendo assim, a bolsa talvez tenha interesse em flexibilizar as regras do mercado, tornando-se mais atrativa para os agentes no curto prazo, mas ficando mais vulnerável. Isto pode ser agravado em mercados que tenham apenas uma bolsa, pois ela tem o poder do monopólio.

⁵⁷ Em março de 2000 foi feito um ato que permitia às bolsas passarem de companhias mútuas para empresas limitadas por ações (empresa que já têm acionistas, mas em que, no entanto, suas ações não podem ser negociadas em bolsa).

Os órgãos reguladores têm grande interesse neste aspecto, e tendem a investir bastante tempo na formulação de meios para impedir problemas desta natureza do mercado, porém esta discussão é muito vinculada à forma com que o sistema financeiro está estruturado e a como os reguladores e bolsas se relacionam, não havendo um modelo único a ser seguido.

Governança

A reforma na governança das bolsas é um dos principais motivos que levam à desmutualização, ainda que para que esta mudança ser implementada não seja necessário que a bolsa se desmutualize⁵⁸.

A mudança na governança teve grande foco na formação do conselho de administração das bolsas de valores, pois em bolsas geridas por membros, onde todos tinham uma participação igual nas decisões, o conselho acabava sendo dominado por representantes de pequenas corretoras. Em uma Bolsa com estas características, as pequenas corretoras tinham interesses comuns, e na escolha dos diretores elegiam quem defendia esses interesses, deixando de lado outras questões⁵⁹.

A bolsa desmutualizada é submetida a padrões mais rigorosos de governança, dando a transparência e a independência que a bolsa precisa ter. Uma bolsa desmutualizada tem outros participantes muito mais heterogêneos, que passam a ser ouvidos.

Para isso, começaram a ser designados diretores de interesses públicos⁶⁰, garantindo que o conselho da bolsa estivesse preocupado em levar em conta a demanda de todos os envolvidos na bolsa.

Entretanto, isso traz um problema de definições: quais são os interesses públicos, e qual deve ser o perfil de um diretor apto a defendê-los? Além disso, surge outra questão: como diferenciar um diretor desta

⁵⁸ A bolsa da Tailândia conseguiu implementar reformas sem se desmutualizar, conseguindo inclusive aprovar a nomeação de diretores que não estivessem ligados aos membros da bolsa.

⁵⁹ Certos investimentos em tecnologia e recursos visando uma melhor colocação da bolsa no futuro poderiam ser postergados, evitando que essas corretoras tivessem custos adicionais, mas podendo fazer a bolsa perder participação no futuro.

⁶⁰ “Public interest directors” – em tradução livre

natureza de um diretor independente, ou seja, o responsável por representar os interesses dos acionistas minoritários?

A legislação de cada local deve definir o melhor meio de gestão. Na Malásia, foi definido que um terço do conselho seria de diretores com interesses públicos, escolhidos pelo Ministério das Finanças; outro terço seria dos diretores independentes; e o restante dos representantes dos acionistas. Sendo assim ficavam separados os diretores com interesses públicos dos acionistas minoritários.

Apesar de este método ter sido definido, ele traz consigo um problema em potencial, o fato de não necessariamente os acionistas majoritários controlarem a bolsa, o que é de se esperar em uma empresa privada com emissão pública de ações.

Conflito de Interesses

O conflito de interesses é sempre uma questão de grande preocupação, uma vez que uma bolsa pode diminuir suas exigências nas questões regulatórias, usar o poder de monopólio para aumentar preços ou reduzir a qualidade dos serviços.

As medidas tomadas nos mercados emergentes visam aumentar o controle sobre as bolsas por parte dos órgãos fiscalizadores. As medidas que podem ser tomadas incluem: a obrigação de enviar relatórios periodicamente às autoridades locais; auditorias regulares; criação de um comitê para solucionar qualquer problema de conflitos de interesses; imposição de obrigações para a bolsa atuar em serviço do público (desconsiderando interesses próprios que podem prejudicar o mercado); atribuição a órgãos reguladores do poder de intervir caso haja conflitos.

Outro ponto de preocupação é o papel regulador que uma bolsa tem, pois ela tem a atribuição fundamental de supervisionar o mercado e seus participantes. Em muitos casos, essa função deve ser transferida para agentes externos. Além disso, a bolsa deve ser mais controlada em alguns casos, por exemplo, na adoção de alianças estratégicas ou mesmo na aprovação de reajustes nas taxas de administração cobradas.

Por fim, a questão do controle acionário também surge. Muitas bolsas impedem que qualquer acionista tenha mais que uma determinada proporção de ações com direito a voto de uma companhia sem aprovação de órgãos específicos. Nas Filipinas, isso vai além, uma vez que nenhum setor econômico⁶¹ pode ter mais de 20% das ações da bolsa local.

É normal ocorrer a mudança na estrutura das obrigações de uma bolsa após a desmutualização para evitar esses conflitos. Na Malásia, as funções reguladoras migraram, modelo que já havia ocorrido no Canadá.

2.3.3 Ajustes regulatórios

O desenvolvimento do mercado de capitais tem um impacto significativo no modelo de negócio das bolsas como reguladores, como vimos acima. Este é um tema que afeta tanto os mercados desenvolvidos quanto os emergentes. Sendo assim, é necessário que as bolsas estudem as perspectivas desses mercados para se ajustarem a eles, conforme descrito pela IOSCO (2005).

Principais questões

Os limites dos negócios das bolsas estão constantemente sendo redefinidos. Nos mercados desenvolvidos, a re-configuração das estruturas corporativas ainda está ocorrendo em muitas bolsas, através dos acordos de integrações, alianças estratégicas e fusões, sem contar com as decisões de terceirizar parte das operações, sobretudo nas questões regulatórias.

Este cenário contrasta com a estabilidade que as bolsas tinham até então, e com o fato de participarem ativamente da regulação do seu mercado, sendo consideradas órgãos de auto-regulação⁶².

⁶¹ “*Industry group*” em tradução livre

⁶² “*Self-Regulatory Organizations - SRO*” em tradução livre. Empresas com poder regulatório sobre algum segmento econômico, não necessariamente ligadas ao governo ou ao setor público.

A mudança de cenário criou uma tensão difícil de administrar entre as funções comerciais da bolsa e as funções de regulação, dados os serviços cada vez mais abrangentes que uma bolsa presta ao mercado e o menor poder de controle que passa a ter neste quadro.

Além disso, com a recente adoção deste sistema, não estando seu ciclo não totalmente encerrado, torna o quadro mais difícil de ser analisado, e as medidas adequadas mais difíceis de serem tomadas.

Uma das soluções que podem ser adotadas para isso é a separação das obrigações. A bolsa ficaria focada nas funções comerciais enquanto as funções regulatórias ficariam a cargo de outra entidade.

Para este método ser eficiente, é possível se criar um segmento de regulação e transferir gradativamente as funções que eram da bolsa para estas entidades. Alguns países em desenvolvimento optaram por este modelo. Entretanto, caso este segmento seja totalmente novo para o sistema financeiro local, isso pode ser um problema, pois é necessário tempo para que este modelo se estabilize e funcione de forma a regular o mercado.

Outra forma seria alterar a forma pela qual uma bolsa regula o mercado. Ela pode deixar de ser um regulador geral, e ter funções específicas, de acordo com cada serviço oferecido, conseguindo atender as expectativas públicas. Este tipo de modelo é indicado para lugares onde as negociações por meios eletrônicos alternativos (ECNs) estão aumentando, assim como analisa a IOSCO (2005).

O desafio não é apenas escolher o modelo ideal; com o modelo de mercado ainda sofrendo alterações, é necessário estar preparado para fazer as adaptações necessárias.

Responsabilidades regulatórias

Uma das tarefas mais árduas no processo de desmutualização é definir quais obrigações regulatórias ficarão com a bolsa. Para isso, uma das soluções é editar um memorando especificando as responsabilidades da

bolsa e quais responsabilidades migraram para outros órgãos, como foi feito no caso da Malásia⁶³.

Esta formalização dá clareza ao mercado das funções pós desmutualização, o que é bem visto pelos agentes envolvidos no sistema financeiro, além de esclarecer as diretrizes com que a bolsa e os órgãos reguladores deverão trabalhar

No caso da Malásia, não ocorreram grandes mudanças em relação à legislação e às responsabilidades da bolsa e outras entidades; já nas Filipinas isso ocorreu: a comissão de valores locais herdará as funções de análise das companhias listadas e que desejarem lançar ações⁶⁴. Em Hong Kong a bolsa não regula mais as corretoras e divide as responsabilidades da supervisão das empresas listadas.

Com os vários modelos que podem ser adotados, não existe nenhum padrão; porém parece certo que a bolsa deve continuar com alguma função de supervisão do mercado de capitais, até pela sua posição central nele.

É necessário que os papéis sejam bem definidos neste processo, para evitar que algumas funções deixem de ser cumpridas por simplesmente não estar especificado quem deverá ficar com esta responsabilidade, ainda mais se considerarmos que muitas funções serão divididas por bolsas e demais órgãos reguladores.

O impacto regulatório para os mercados é grande, independentemente do grau de desenvolvimento em que se encontrem. Segundo IOSCO (2005), é necessário que durante a fase de transição os papéis regulatórios sejam bem definidos, deixando claro a responsabilidade que cada órgão terá uma vez completado o processo de desmutualização.

⁶³ A Comissão de Valores e a Bolsa da Malásia realizaram um memorando não só definindo as diretrizes regulatórias da nova bolsa, mas também definindo como seriam as regras para a listagem da bolsa.

⁶⁴ O caso britânico foi semelhante, uma vez que várias funções de regulação sobre a listagem das companhias deixaram de ser de responsabilidade de Bolsa de Londres após sua desmutualização.

2.3.4 Conclusão sobre mercados em desenvolvimento

Assim como os mercados desenvolvidos, as bolsas de valores dos mercados em desenvolvimento estão no mesmo processo de mudança de sua organização industrial.

Com isso, o que podemos verificar é que importantes centros financeiros fora do eixo EUA Europa surgiram e se consolidam no mundo. A HKEx talvez seja o melhor exemplo disso, sendo a segunda maior bolsa do mundo em capitalização de mercado, assim como visto nos dados da Bloomberg.

Dentre os países em desenvolvimento, outros centros também ganham destaque. Malásia e Cingapura já têm bolsas listadas e são centros financeiros importantes; a própria BM&FBOVESPA, está entre as quatro maiores bolsas em capitalização de mercado.

Além disso, as parcerias de grandes bolsas com esses centros financeiros começam a crescer. A Nasdaq e a Bolsa de Dubai têm um acordo; o CME Group foca boa parte de seus esforços futuros nas suas parcerias fora do EUA, seu país de origem, e dá grande importância a estes mercados.

Sendo assim, o processo ocorrido aumentou a concorrência e com isso criou oportunidades para esses mercados. Assim como nos países desenvolvidos, a migração do serviço de bolsa para uma atividade rentável se mostrou vantajosa; prova disso foi a atenção que estes mercados passaram a ter após a listagem.

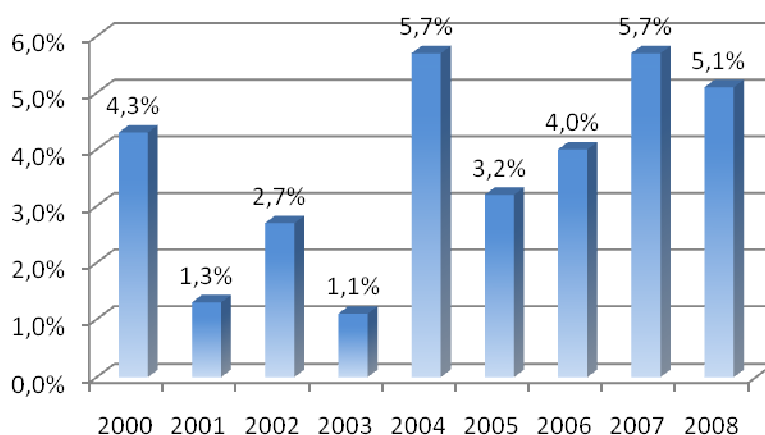
3 O CASO BRASILEIRO

Do ano 2000 em diante, o Brasil apresenta um quadro de maior estabilidade que o visto nas décadas anteriores; os principais indicadores econômicos apontam para uma economia que se solidifica, e isso se reflete no aumento dos investimentos externos na economia local.

Até 2008, o quadro econômico brasileiro foi beneficiado pelo cenário externo.

O PIB do Brasil, como vemos, apresentou bons resultados nesta década.

Figura 14: Taxa de Crescimento do PIB – Brasil (2000-2008)



Fonte: IBGE

Além disso, a taxa de desemprego caiu, com o aumento da demanda interna e o crescimento do nível de atividade e investimento.

O Prospecto de Oferta Pública Inicial da BOVESPA cita também as finanças públicas como outro ponto positivo brasileiro, pois o país vem obtendo superávits primários, reduzindo a dívida pública e mudando o perfil do endividamento.

Com esses fatores, além da estabilização do Real, a moeda local, o risco país⁶⁵ apresentou uma queda, saindo de 1.372 pontos em 2002 para 169 em 2007; entretanto, em 2008, com a crise mundial, este índice passou dos 418 pontos, o que mostra o quanto a nossa economia é dependente do mercado externo.

3.1 A desmutualização no Brasil

A idéia da desmutualização no Brasil não era nova. Já em meados da década de 90 a Bovespa tinha estudos e planos pendendo para a desmutualização e listagem de suas ações, como fala Galuppo (2009).

Na época, era estudada a decisão de algumas bolsas do mundo que haviam optado por este caminho e mostravam grande aceitação por parte do mercado financeiro internacional.

Entretanto, na época foi decidido não seguir tal caminho, ainda segundo Galuppo (2009), porque o mercado nacional não era forte o suficiente para sustentar tal decisão.

Em 1994, o Plano Real começava a incluir o Brasil no cenário mundial do mercado financeiro; mas o quadro econômico ainda era visto com certo receio; o dólar e a renda fixa continuavam sendo as aplicações mais procuradas, em grande parte pela cultura dos anos inflacionários.

Outro fator negativo para a tomada de uma decisão de tal porte, como aponta Galuppo (2009), foi o caso Naji Nahas, em 1989, que levou à quebra da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro⁶⁶ e afetou o mercado nacional, porque expôs a fragilidade de controle no país, fato que levou a CVM a aprimorar, e muito, a regulação local.

⁶⁵ Risco País, ou *Emerging Markets Bond Index Plus* é um índice que mede o risco que aquela economia representa para o investidor estrangeiro. Pode ser calculado por qualquer banco, mas esses dados são do JP Morgan, o banco pioneiro nessa análise.

⁶⁶ A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) foi a primeira bolsa brasileira, fundada em 1845, e teve grande prestígio até os anos 90. Em 2000, um acordo de integração transferiu a negociação de todas as suas ações para a Bovespa, e em 2002 a BM&F comprou seus títulos patrimoniais. Fonte: BM&FBOVESPA

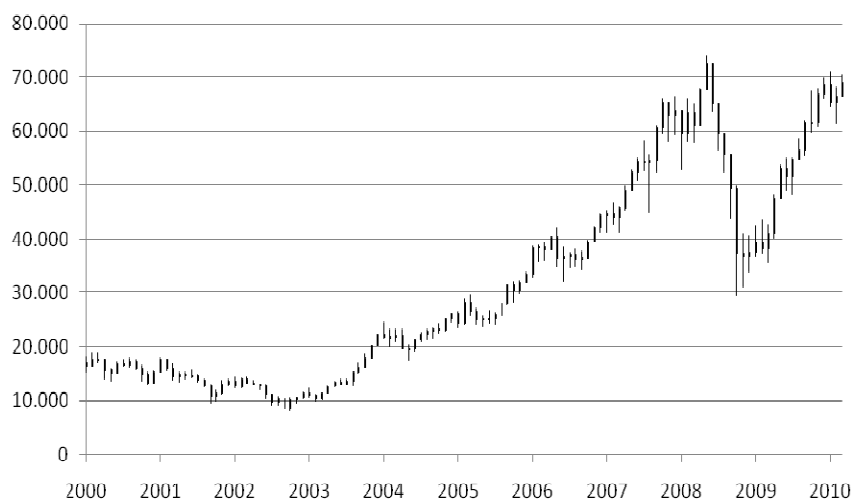
O Conselho Monetário Nacional, no mesmo ano de 1989, editou a Resolução CNM nº 1.656/89, que buscava sanar algumas falhas identificadas no processo. Além disso, foram melhoradas as regras referentes à prestação de informações sobre as negociações, aos pedidos de admissão de novos membros e ao cadastro dos investidores, conforme relata Dutra (2008).

A economia do país mostrou-se estável, e o investimento em ações de companhias brasileiras ganhou novos adeptos.

Os IPOs começaram a se tornar mais freqüentes a partir dos de 2004. Nesta época, o mercado encontrava-se em fase de crescimento e, segundo Quemel (2009), a tendência brasileira para IPOs está relacionada ao momento de supervalorização das empresas do setor, pois abriu-se uma janela de oportunidade para a abertura de capital, com vendas acima do esperado.

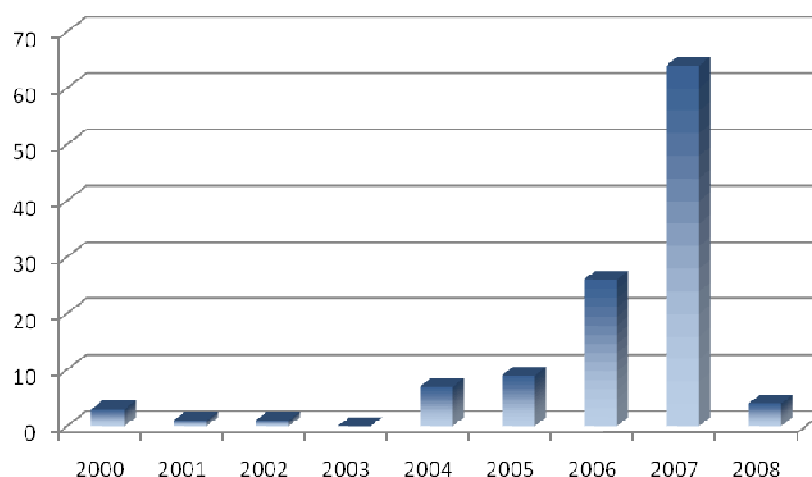
Abaixo vemos a evolução do IBOVESPA, o principal índice do mercado de ações brasileiro, a partir do ano 2000, e a quantidade de IPOs registrados na CVM no mesmo período.

Figura 15: Evolução do IBOVESPA (2000-2010)



Fonte: Yahoo Finance

Figura 16: Número de IPOs registrados na CVM (2000-2008)



Fonte: CVM

Observando os gráficos, notamos que o aumento do número dos IPOs registrados coincide com a alta do principal índice da bolsa de valores.

Um dado muito utilizado por Quemel (2009) é o chamado “*market-to-book*”, que consiste na razão do valor de mercado sobre o valor patrimonial. Em 2007, este dado do setor financeiro atingiu o seu maior valor, conforme vemos no gráfico abaixo.

Tabela 6: “*Market-to-book*” ratio

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Financeiro e Outros	0,559	0,981	0,750	1,025	1,361	0,837	1,613	1,915	0,940
Bens Industriais	0,617	0,757	0,961	1,144	1,939	2,033	2,764	2,738	1,044
Construção e Transporte	0,313	0,306	0,381	0,415	0,524	0,665	3,105	2,275	0,734
Consumo Cíclico	0,609	0,634	0,708	0,857	0,986	1,163	0,998	2,141	0,889
Consumo não Cíclico	0,754	0,659	0,804	1,000	1,925	2,056	3,294	2,479	1,364
Materiais Básicos	0,603	0,527	0,561	1,241	1,525	1,218	1,546	2,223	1,065
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1,097	0,850	0,646	0,744	1,077	1,440	2,197	2,810	1,855
Tecnologia da Informação	3,155	1,513	1,097	1,906	3,035	3,510	3,612	4,409	1,116
Telecomunicações	1,533	1,322	1,012	1,288	1,292	1,434	1,406	1,482	1,325
Utilidade Pública	0,704	0,607	0,579	0,785	0,799	1,257	1,707	2,202	1,644

Fonte: Bloomberg

No mercado financeiro, o ano de 2007 teve um “*market-to-book*” médio de 1,915, o maior dos anos estudados; foi este o momento escolhido para as bolsas abrirem o seu capital.

As bolsas brasileiras sempre contaram com sistemas desenvolvidos de negociação, e sempre se mostraram preocupadas em mantê-los atualizados, desde os tempos da bolsa mutualizada. A Bovespa, por exemplo, operava um sistema canadense chamado CATS, até meados dos anos 90; prevendo o seu esgotamento, comprou um sistema francês, chamado NSC, e o adaptou para as suas necessidades, criando o Mega-Bolsa.

Quanto a parcerias estratégicas, as bolsas domésticas também já se mostravam atrativas antes das ofertas públicas. A BM&F, por exemplo, já tinha conversas para parcerias com bolsas estrangeiras antes da desmutualização, como aponta Sant'Anna (2009); a possibilidade de a CME perder esta aliança fez com que aceitasse muitas das exigências da bolsa brasileira.

O que podemos ver no caso brasileiro é condizente com as conclusões de Serifsoy (2005), descritas no capítulo 1. As bolsas do Brasil contavam com uma tecnologia desenvolvida e já eram atrativas para parcerias internacionais, mas o momento em que elas resolveram mudar sua gestão foi propício para transformar o serviço das bolsas em uma atividade rentável.

O mercado estava em um bom período para os IPOs, sobretudo das empresas financeiras.

Paralelamente, a desmutualização acelerou, ou até mesmo possibilitou, mudanças importantes no mercado financeiro nacional; entretanto, o mercado brasileiro já era competitivo, e a pressão de bolsas internacionais não foi fundamental para a tomada desta decisão.

Vamos estudar de maneira mais aprofundada os casos da Bovespa e da BM&F, que se desmutualizaram em 2007 e listaram suas próprias ações no mesmo ano. O Brasil, no entanto, possui outro caso de desmutualização no setor, o da CETIP.

Esta companhia começou a operar em 1986, atuando no mercado de títulos privados. Em 2008 ela também se desmutualizou, passando a se chamar CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos, listando suas ações na bolsa de valores em outubro de 2009. Gomes (2009), diretor da empresa, justificou a opção por este caminho pelo esgotamento do

modelo mutualizado, que poderia levar a prejuízos para os participantes da companhia.

3.1.1 A BOVESPA

A BOVESPA era até 2008 a bolsa brasileira responsável pela negociação de ações e seus derivativos e ganhou grande importância a partir da década de 90. Durante esta década, grandes investimentos em tecnologia foram feitos, assim como houve uma grande preocupação com o modelo adotado por ela.

Em 2007, ela foi a primeira bolsa brasileira a se desmutualizar, com grande sucesso, conforme as informações da própria companhia.

3.1.1.1 A História da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)

A bolsa de valores no Brasil tem seu início no ano de 1845, com a criação da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Surgiram outras bolsas também, mas a de maior destaque foi o que seria futuramente conhecida como BOVESPA.

A história da BOVESPA nos leva a 1890, quando foi criada a Bolsa Livre. Na década de 60, com uma nova regulação no mercado de capitais do Conselho Monetário Nacional (CMN nº 39 de 1966, segundo Dutra 2008, pág. 24), seu nome foi alterado para Bolsa de Valores de São Paulo.

A preocupação com o investimento em modelos modernos e tecnologia sempre teve grande prioridade para a bolsa, tanto que já nos anos 80 começou o processo de “desmaterialização”⁶⁷ da custódia, e na década de

⁶⁷ Desmaterializar a custódia significa romper com a obrigatoriedade de ativos físicos, ou seja, as ações não precisam mais ter o seu correspondente em cautelas ou outros títulos físicos. O procedimento “materializado” que gerava custos para confecção, guarda e troca dos ativos; com ativos desmaterializados, sistemas controlam as propriedades, o que garante menor custo para o processo e maior segurança.

90 foram introduzidos sistemas eletrônicos de negociação⁶⁸, o *home-broker*⁶⁹ e a CBLC⁷⁰ (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia).

Já em 2000 foram integradas nove bolsas brasileiras⁷¹; com isto, a BOVESPA passou a ser a única bolsa operando renda variável no território nacional. No mesmo ano, a bolsa lançou segmentos superiores de listagem, com práticas mais rigorosas de governança corporativa⁷².

Em 2001 foi lançada uma plataforma para negociação de títulos de renda fixa corporativos, o BOVESPAFIX; em 2002 foi adquirido o SOMA⁷³; desta forma a BOVESPA passou a atuar também na negociação de títulos de renda variável no mercado de balcão organizado, concentrando toda a negociação de renda variável de mercado organizado⁷⁴ no país.

Em 2005, a negociação viva voz foi descontinuada; o pregão passou a ser exclusivamente eletrônico.

Por fim, no dia 28 de agosto de 2007, a BOVESPA teve sua desmutualização aprovada, ou seja, os detentores dos títulos patrimoniais

⁶⁸ Em 1990 foi introduzido o canadense CATS (*Computer Assisted Trading System*), que operava remotamente nas corretoras-membro e funcionava em paralelo com o pregão viva-voz; mais tarde atualizado para o sistema francês *Atos Euronext Market Solutions*.

⁶⁹ Em 1999 foi lançada esta ferramenta, que permitia que investidores tivessem acesso às negociações via internet.

⁷⁰ A CBLC foi instituída como a câmara responsável por toda custódia, liquidação e gerenciamento de risco de operações na BOVESPA. Operava como uma empresa independente, tendo função de Contraparte Central nas negociações, ou seja, era o órgão responsável por garantir que todas as operações realizadas em bolsa ocorressem; tinha poderes para chamar margem e executá-las caso os participantes falhassem na negociação.

⁷¹ Hoje ainda existem a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), que passou a ser subsidiária integral da BM&F (hoje BM&FBOVESPA), a Bolsa de Valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília (BOVMESB) e a Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas (BOVESBA), porém sem atividades de negociação de valores mobiliários.

⁷² Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado eram segmentos que as empresas poderiam adotar voluntariamente, mas que exigiam uma maior transparência para o mercado na divulgação dos dados das companhias e maior atenção aos investidores minoritários.

⁷³ O SOMA - Sociedade Operadora de Mercado de Ativos – foi o primeiro mercado de balcão de ações organizado no Brasil. Após sua aquisição pela BOVESPA, foi implantado em seu lugar um sistema conhecido como SOMA FIX (fonte: site da CVM).

⁷⁴ Mercado de Balcão Organizado é um segmento de negociação de ativos em que os parâmetros de negociação e as regras de listagem são menos exigentes que os de mercado de bolsa. Neste meio podem atuar como intermediários não só as corretoras de valores, como também as distribuidoras de valores e os bandos de investimento (Fonte: site da BM&FBOVESPA).

passaram a ser os acionistas. Com isso, a denominação de BOVESPA passou a ser BVSP.

3.1.1.2 Visão Geral da Companhia

Antes sua desmutualização e futura negociação de ações, a BVSP já era uma companhia sólida e importante para a economia da região. Além disso, desde anos anteriores à desmutualização a bolsa brasileira vinha ganhando projeção internacional.

Conforme mostra o Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bovespa Holding S.A. (2007), a BOVESPA foi a Bolsa que mais cresceu nas Américas, e a terceira que mais cresceu no mundo em termos de volume médio diário negociado⁷⁵.

Era a única bolsa brasileira a negociar ações e seus derivativos, e a principal bolsa na América Latina. Alguns números mostram a liderança obtida na região:

- O volume financeiro negociado em renda variável correspondeu a 71% da América Latina (primeiro semestre de 2007, dados da WFE);
- A capitalização de mercado correspondia a 55% do total da América Latina (junho de 2007);
- O volume financeiro de ofertas de ações representou cerca de 78% do total da América Latina (primeiro semestre de 2007).

A cadeia de negociação, compensação, liquidação, gerenciamento de riscos, contra-parte central nas operações e custódia estava centralizada em sistemas totalmente integrados, cuja operacionalização era de responsabilidade da BVSP e CBLC. Além disso, BVSP supervisiona e

⁷⁵ Média comparada dos seis primeiros meses de 2007 contra a média de 2002, nas bolsas com volume diário acima de US\$ 1 bilhão (Fonte: Prospecto de Oferta Pública da Bolsa, pág. 93 2007)

fiscaliza o mercado nacional e seus participantes, o que respalda a importância dos números apresentados a cima.

Além da forte expressão em relação aos países vizinhos, a bolsa local também teve, até sua desmutualização, um crescimento bem expressivo, como podemos acompanhar nas tabelas abaixo.

Tabela 7: Principais informações financeiras combinadas da BOVESPA

	Exercício encerrado em 31 de dezembro de				Variação 2006-07
	2004	2005	2006	2007	
Receitas Operacionais					
Líquidas	231,4	302	434,7	808,096	85,90%
EBITDA	65,7	103,4	205,4	555,76	170,57%
Margem de EBITDA	28,40%	34,20%	47,30%	68,80%	NA
Lucro Líquido	112,5	184,6	274	478,497	74,63%

Fonte: Prospecto de Oferta Pública (dados selecionados)

O aumento da receita da bolsa é consequência direta do aumento do volume financeiro negociado, uma vez que a principal fonte de receita da bolsa são as taxas e emolumentos cobrados nas negociações. O volume médio negociado na bolsa aumentou 44,5% entre 2002 e 2006⁷⁶.

Parte deste aumento de volume se deve à própria bolsa, como instituição que tem solidez, segurança e fiscalização adequadas, mas a principal explicação desse crescimento vem dos fatores macroeconômicos, como taxa de juros, renda doméstica e estabilidade do país, e de fatores do mercado, como liquidez, avaliação do mercado e desempenho dos emissores.

Também aqui temos um forte fator externo à bolsa para atrair as empresas para negociar suas ações; a decisão de lançar ações em bolsa passa por uma análise de diversas variáveis complexas, que vão do desempenho econômico à liquidez que sua ação terá no mercado.

A tabela abaixo ilustra bem este crescimento no mercado nacional.

⁷⁶ O volume médio diário era de R\$ 558 milhões em 2002; foi para R\$ 2,4 bilhões em 2006, segundo o Prospecto de Oferta Pública da BVSP (2007). Se compararmos os primeiros 9 meses de 2006 e 2007 este número cresceu 88,4% (de R\$ 2,3 bilhões para R\$ 4,3 bilhões).

Tabela 8: Informações operacionais da BOVESPA (2002-07)⁷⁷

	Exercício encerrado em 31 de dezembro de					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Capitalização de Mercado	438,3	676,7	904,9	1.128,5	1.544,9	2.478,0
Volume médio diário	0,6	0,8	1,2	1,6	2,4	4895,0
Ativos em Custódia	211,1	324,1	388,9	518,6	729,8	894,8*
Nº de Ofertas Públicas de Ações	5	6	15	19	42	76
Volume Total das Ofertas Públicas de Ações	6,1	2,7	8,8	13,9	30,4	69,5
Emissores listados	573	553	560	567	624	712
Companhias listadas em bolsa	436	410	390	381	394	448
Companhias listadas no Novo Mercado	2	2	7	18	44	69*
Companhias listadas no Nível 2	3	3	7	10	14	15*
Companhias listadas no Nível 1	24	31	33	37	36	38*

* Dados do primeiro semestre de 2007

Fonte: Prospecto de Oferta Pública (atualizados)

Sendo assim, vemos que a bolsa de valores brasileira apresentou números bons nos períodos analisados, mas não podemos em nenhum momento esquecer que esses dados refletem um período de crescimento econômico e estabilidade doméstica.

Sem este quadro externo, este crescimento não seria possível, mas vale ressaltar que a bolsa sempre esteve atenta aos movimentos do mercado, investindo nos momentos corretos e atendendo as demandas para dar suporte ao crescimento por que o mercado passou.

3.1.1.3 Pontos Fortes e Estratégia

A BVSP contava com alguns pontos fortes, que são fundamentais para a desmutualização. Vale destacar alguns deles, até para mostrar que a bolsa já apresentava uma estrutura atualizada em relação a outros mercados mundiais.

⁷⁷

R\$ bilhões, exceto números relacionados a ofertas públicas e listagens

A infra-estrutura tecnológica se mostrou suficiente para atender o crescimento do mercado; desta forma, a companhia conseguiu reverter o bom momento do mercado em números positivos para o seu balanço.

Além disso, o modelo verticalmente integrado adotado faz com que todos os serviços necessários à negociação sejam integrados através de sistemas modernos; isso dá segurança ao mercado e permite que a expansão e criação de novos serviços sejam feitas de forma eficiente.

A BVSP também contava com inovação e desenvolvimento de produtos e serviços, atendendo às expectativas do mercado⁷⁸ e mantendo sua credibilidade, reputação e experiência: a imagem da bolsa sempre teve grande credibilidade junto aos investidores, tanto nacionais quanto estrangeiros, além de atuar em conjunto com a CVM e demais órgãos reguladores fiscalizando o mercado.

Por fim, a bolsa conta com um histórico de rentabilidade e solidez financeira, o que permite que o crescimento sustentado se mantenha e que os investimentos correntes prossigam.

A bolsa sempre se preocupou em desenvolver o mercado e sua participação nele, com constantes investimentos em pessoal e tecnologia, mas sempre manteve a responsabilidade financeira, até pela exigência intrínseca à posição de destaque que ocupa.

Quanto aos passos futuros, a bolsa pretende diversificar suas receitas, com base nas avaliações de que o mercado de derivativos nacional ainda possui potencial para expansão, e de que a base de investidores nacionais pode ser ainda aumentada em muito, assim como a de emissores locais, principalmente fora do eixo Rio - São Paulo. Paralelamente, a expansão internacional já é visada para os quadros da companhia, atraindo tanto os investidores estrangeiros, quanto os emissores de outros países, conforme os dados divulgados pela companhia.

⁷⁸ Foram criados os serviços de empréstimos de títulos (BTC), onde um investidor pode alugar um ativo para um terceiro, serviço de *back-office* para clubes de investimento (grupo de pessoas físicas que se juntam pra investir), ou seja, cuidar de todo o processamento operacional de que um clube precisa, níveis de governança corporativa, entre outros.

3.1.1.4 Fatores de Risco

Apesar dos pontos positivos e da necessidade de se alinhar com o mercado, existem pontos de preocupação com a desmutualização de uma bolsa de valores. Grande parte do risco não está ligado a imagem da empresa, mas sim à atividade da bolsa e à dependência de fatores externos ao seu controle para a atividade ser bem sucedida.

Apesar de a bolsa poder oferecer serviços a um custo acessível para os seus investidores, um ambiente seguro de negociação e um modelo de bolsa de acordo com as práticas internacionais usuais, a receita operacional da bolsa depende do comportamento do mercado; logo, ela não tem controle sobre seus rendimentos futuros. Além disso, grande parte da sua receita é oriunda da negociação de poucos ativos, muito líquidos.

Existem outros fatores intrínsecos à atividade da bolsa que trazem riscos, independentemente da desmutualização, como o possível aumento da concorrência internacional. Como vimos no capítulo 2, as bolsas estão cada vez mais se expandindo para além das fronteiras de países.

Em uma estrutura verticalizada, como a BVSP, a bolsa é a contra-parte central das operações; sendo assim, a bolsa é responsável por garantir a realização de todas as operações, podendo arcar com o risco de crédito de terceiros.

Por fim, a bolsa tem riscos ligados à novidade de bolsa desmutualizada, como as dúvidas quanto a se as demonstrações financeiras de fato refletem a saúde da empresa, quanto à habilidade da companhia de atuar em um ambiente competitivo com busca constante de lucros, e quanto a possíveis conflitos de interesses que possam surgir entre os acionistas, principalmente no contraste entre as antigas corretoras e os acionistas recentes.

3.1.1.5 A reestruturação da companhia

Com a desmutualização, já dissemos que a BVSP passou por mudanças na sua estrutura, o que poderá ter impactos significativos para o futuro.

Sendo assim, vamos descrever brevemente como era a estrutura antes e como foi projetada para depois do processo, como mostrado pela companhia, além de analisar alguns dados que mostram a viabilidade desta nova empresa.

Reorganização societária e benefícios:

Antes da desmutualização, a bolsa contava com as seguintes entidades:

- BOVESPA: associação civil sem fins lucrativos, responsável pela administração do mercado de valores mobiliários;
- Bovespa Serviços: sociedade por ações que prestava serviços para as demais entidades;
- CBLC: sociedade por ações responsável pelos serviços de depositária, compensação, liquidação e gerenciamento de risco das operações da BOVESPA.

Essas entidades eram organizadas da seguinte forma:

Figura 17: A organização da BOVESPA – Pré desmutualização



Fonte: Prospecto de Oferta Inicial da BVSP (2007)

Com a reestruturação societária, foi criada a Bovespa Holding. A BVSP (agora empresa responsável pela organização do mercado de valores mobiliários) e a CBLC passaram a ser subsidiárias integrais da holding. Além disso, foi criada a BSM (Bovespa Supervisão de Mercado), instituição sem fins lucrativos, responsável por supervisionar e fiscalizar o mercado de forma independente.

Figura 18: A organização da Bovespa Holding – pós desmutualização



Fonte: Prospecto de Oferta Inicial da BVSP (2007)

Estrutura de Custos

A desmutualização e a abertura de capital da companhia geram custos adicionais, como a obrigação de publicações de informações periódicas, entre outros. No entanto, este processo permite adotar medidas para ganhos com eficiência operacional.

O objetivo desta reestruturação é permitir que as receitas sejam diversificadas e os investimentos estratégicos possam ser feitos de forma eficiente, com o relacionamento com mais intermediários, dado que o acesso ao mercado fica facilitado.

Além disso, uma grande preocupação foi a separação da BSM. A área de controle da bolsa terá autonomia e independência para supervisionar a bolsa e seus participantes.

3.1.2 A BM&F

A BM&F e a BVSP eram as duas bolsas importantes do país. Toda a negociação de ações, derivativos e futuros no país passara a se fazer nesses ambientes, depois das consolidações que ocorreram ao longo dos anos.

Assim como a BVSP, a BM&F decidiu pela sua desmutualização em 2007, o que abriu as portas para uma futura integração de ambas, cerca de um ano mais tarde.

Nesta parte vamos analisar a companhia pré-desmutualização.

3.1.2.1 A História da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F)

A BM&F, conforme suas próprias informações, foi criada em 1985 e começou a operar no início do ano seguinte.

Ao longo de sua história, esta bolsa consolidou diversos mercados brasileiros de negociações de futuros, commodities e outros ativos. As consolidações de maior destaque ocorreram em 1991, quando foi celebrado o acordo com a Bolsa de Mercadorias de São Paulo, em 1997, com a Bolsa Brasileira de Futuros, e em 2002, com a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Em 2002, a BM&F iniciou suas atividades de câmbio. Mais tarde, em 2004, a *clearing*⁷⁹ de ativos começou a operar, e o CMN autorizou a criação de um banco comercial, o que levou à fundação do Banco BM&F.

No dia 1º de outubro de 2007 a BM&F se desmutualizou⁸⁰, passando a ser uma sociedade por ações com fins lucrativos.

3.1.2.2 Visão Geral da Companhia

A BM&F é a única bolsa de futuros no Brasil e a maior na América Latina. Tem posição de destaque no mundo, como podemos ver na tabela

⁷⁹ Câmara de compensação.

⁸⁰ Conforme aprovado na Assembléia Geral realizada em 20 de setembro de 2007.

abaixo, que mostra o tamanho dessas bolsas segundo o número de contratos negociados.

Tabela 9: Contratos Negociados – Bolsas de Futuros (janeiro à maio de 2007)

Posição	Bolsa de Futuros	Contratos Negociados
1 ^a	Chicago Mercantile Exchange (CME) ⁸¹	856.890.636
2 ^a	Eurex Deutschland (Eurex)	452.018.324
3 ^a	Euronext	217.300.479
4 ^a	Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F)	159.524.329
5 ^a	New York Mercantile Exchange (Nymex)	111.320.577
6 ^a	National Stock Exchange of India (NSE)	102.793.642
7 ^a	JSE Securities Exchange South Africa	71.871.732
8 ^a	Mercado Mexicano de Derivativos (MexDer)	66.486.216
9 ^a	ICE Futures	55.653.086
10 ^a	Dalian Commodity Exchange (DCE)	40.417.845

Fonte: Prospecto de oferta inicial BM&F

A BM&F foca suas operações na negociação de títulos e derivativos que tenham como objeto referência ativos financeiros, índices, indicadores, taxas, commodities, entre outros, e sua plataforma visa dar aos investidores a possibilidade de transferir riscos de mercado (*hedge*), arbitrar preços e alavancar posições.

Esta bolsa opera um modelo integrado verticalmente, ou seja, ela é a responsável pela plataforma de negociação e registro das operações, pela compensação, pela liquidação e garantia. Este modelo é semelhante ao modelo adotado para ações no país.

Dentre os contratos que se destacavam na BM&F podemos listar os produtos abaixo.

⁸¹

Considera a fusão da Chicago Board of Trade (CBOT) com a CME.

Tabela 10: Média Diária Negociada na BM&F (quantidade de contratos)

Contrato	Jan-Set de 2006	Jan-Set de 2007	Variação
Futuro de DI	625.640	969.699	55,0%
Futuro de dólar	209.112	340.019	62,6%
Futuro de Ibovespa	64.647	109.132	68,8%
Futuro de Cupom Cambial	63.459	89.440	40,9%
Outros	149.555	288.968	93,2%
Total	1.112.414	1.797.257	61,6%

Fonte: Prospecto de oferta inicial BM&F

Assim como na BOVESPA, a BM&F tem como sua principal fonte de receita a cobrança de taxas sobre as negociações e pelos serviços prestados. Abaixo seguem os principais dados financeiros da companhia na época de sua desmutualização.

Tabela 11: Principais informações financeiras combinadas da BM&F

	Exercício encerrado em 31 de dezembro de				Semestre encerrado em 30 de junho de		
	2004	2005	2006	Variação 2005-06	2006	2007	Variação 2006-07
Receita operacional líquida	237	229,7	295,6	28,69%	219,6	292,6	33,24%
EBITDA	53,6	50,2	90	79,28%	64,9	136,5	110,32%
Margem de EBITDA⁸²	22,60%	21,80%	30,40%	39,45%	29,60%	46,70%	57,77%
Lucro líquido	80,4	132,1	191	44,59%	143,1	222	55,14%

Fonte: Prospecto de oferta inicial BM&F

Quanto aos investidores, a BM&F possuía um quadro muito concentrado nos investidores institucionais domésticos, como podemos ver na próxima tabela. Isso evidencia um potencial de crescimento, principalmente se olharmos a crescente participação das pessoas físicas no mercado acionário, além do mercado externo.

⁸²

EBITDA dividido pela receita operacional líquida.

Tabela 12: Tipo de Investidores na BM&F em contratos negociados (2006)

Tipo de Investidor	Participação na quantidade de contratos negociados
Instituições Financeiras Brasileiras	51,4%
Investidores Institucionais (fundos de investimento, seguradoras e fundos de pensão) Brasileiros	24,6%
Investidores Não-Residentes (bancos estrangeiros, hedge funds etc)	14,7%
Indivíduos residentes no Brasil	7,5%
Empresas Não-Financeiras com sede no Brasil	1,9%
Total	100,0%

Fonte: Prospecto de oferta inicial BM&F

3.1.2.3 Pontos Fortes e Estratégias

A BM&F tem participação destacada no mercado de derivativos mundiais. O seguimento brasileiro do mercado tem um crescimento expressivo, e a bolsa já oferece uma grande diversidade de produtos para o mercado, contanto com contratos futuros⁸³, de opções⁸⁴ e *swaps*⁸⁵ referenciados em taxas de juros, moedas, índices de ações e commodities, além de mercado à vista de ouro, dólar e títulos públicos federais. Por fim, a bolsa começou suas atividades nos mercados de carbono e etanol.

Para o futuro, a estratégia da BM&F é ampliar a participação dos investidores estrangeiros, facilitando sua entrada e baixando os custos. Fora isso, aprimorar os serviços prestados atualmente faz parte dos planos. Sendo assim, é necessário ampliar os produtos oferecidos, tanto na parte de bolsa, passando a negociar novos títulos, quanto no chamado Banco BM&F,

⁸³ Contratos futuros são negociados necessariamente em bolsa, com a firma de um compromisso de negociação futura. Estes contratos têm seus preços ajustados diariamente, o que permite uma liquidação antecipada e a bolsa o acompanha, chamando garantias quando necessário.

⁸⁴ Opções dão ao possuidor deste ativo o direito de negociar (comprar se for uma opção de compra ou vender se for uma opção de venda) o valor mobiliário em questão por um preço e data (ou período) pré-estabelecido.

⁸⁵ Swap funciona com a troca de indexadores, ou seja, é uma forma de trocar a valorização de um título referenciado em um indexador por outro. O exemplo clássico para este caso é o importador que tem uma dívida em dólar (indexador volátil) e faz um contrato deste tipo para trocar essa taxa para uma menos volátil, protegendo seu patrimônio; a dívida se mantém, mas fica mais previsível.

atraindo mais investidores para os serviços prestados, como custódia de fundos e clubes de investimento. Isso tudo amparado por sistemas que estejam alinhados com os mais modernos, segundo os dados da própria companhia.

A busca de parcerias internacionais tem se mostrado um caminho para aumentar as oportunidades de uma bolsa na competição por novos mercados, pela ampliação dos serviços e pela base de clientes, diminuindo os custos e aumentando a eficiência da instituição.

3.1.2.4 Fatores de Risco

A BM&F, ao começar a negociar suas ações, tem riscos extras em relação às demais companhias listadas, devido à natureza da sua atividade, assim como a BVSP.

Os problemas são semelhantes ao da bolsa de ações. A manutenção de sua receita talvez seja a principal, pois o mercado pode sofrer quedas inesperadas no volume de negociação, afetando as receitas, e assim sofrer consequências da concorrência internacional. Outro fator é a dificuldade em cortar custos rapidamente, dada a estrutura tecnológica instalada em uma bolsa.

Por ser a contra-parte central das operações que ocorrem em seu ambiente, a bolsa está sempre sujeita ao risco de crédito de um participante. Isto não tem implicações apenas financeiras: pode também afetar a imagem da bolsa internacionalmente.

Por fim, surge o potencial conflito de interesses entre os acionistas, dada a nova organização da bolsa.

3.1.2.5 Reestruturação da Companhia

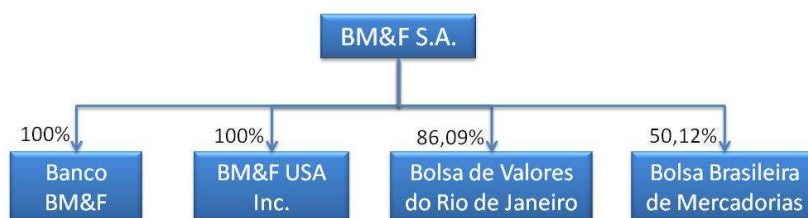
A partir de 1º de outubro de 2007, a BM&F deixou de ser uma empresa sem fins lucrativos e foi desmutualizada, passando a ser uma sociedade por ações com fins lucrativos. Assim, o benefício de longo prazo dos acionistas passou a ser o foco de condução da empresa.

Os antigos títulos de patrimônio da bolsa, bem como os títulos dos membros de compensação, operador especial e sócio efetivo da BM&F, foram convertidos em ações da companhia⁸⁶.

Na área de auto-regulação foi criada a Diretoria de Auditoria e o Departamento de Auto-Regulação, cada um subordinado a um diretor específico. Esses órgãos são responsáveis pela fiscalização e supervisão das operações realizadas, dos participantes possuidores dos Diretos de Acesso e da própria BM&F.

O organograma a seguir apresenta a estrutura societária atual da companhia.

Figura 19: Organograma societária BM&F



Fonte: Prospecto de Oferta Inicial da BM&F

- Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F S.A.: Tem o objetivo de desenvolver e administrar sistemas destinados à negociação e à liquidação de operações com derivativos e títulos.
- Banco BM&F: em operação desde 2004, tem por objetivo facilitar a compensação e liquidação de operações realizadas na BM&F.
- BM&F USA Inc.: escritório situado em Nova York, que dá suporte aos investidores estrangeiros e se relaciona com os órgãos reguladores e governamentais externos.
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro: associação civil sem fins lucrativos, cuja principal atividade consiste na administração e na operacionalização do sistema de negociação de títulos públicos denominado Sisbex.

⁸⁶ A BM&F tinha vários tipos de acesso ao seu sistema. Além das corretoras que poderiam operar por terceiros, existiam participantes que operavam apenas por si próprios, além de outros tipos de acesso.

- Bolsa Brasileira de Mercadorias: tem como objetivo desenvolver e prover funcionamento para produtos das commodities agropecuárias.

3.1.3 A integração

A partir de meados de 2007, com as desmutualizações, começou-se a especular sobre a possibilidade da fusão das duas bolsas. Inicialmente, não havia nenhuma informação oficial a respeito, mas era possível encontrar notícias, como podemos verificar nos comunicados ao mercado das bolsas.

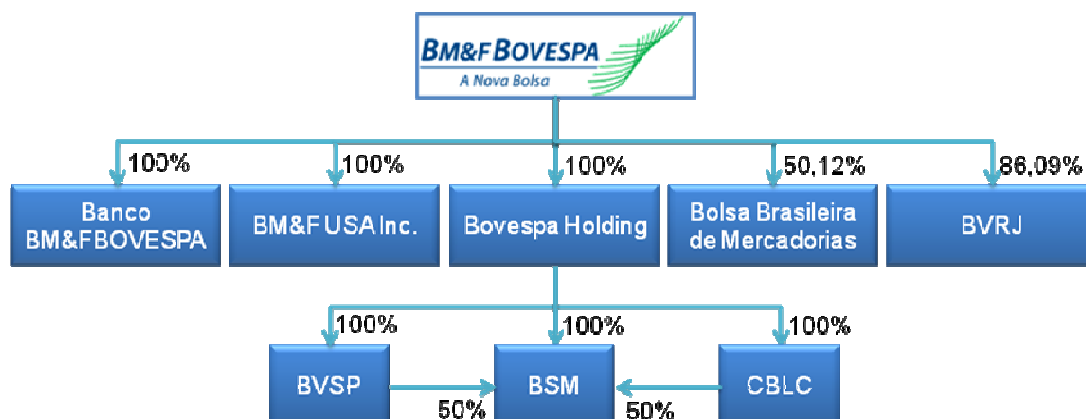
Em fevereiro de 2008, conforme ambas as bolsas divulgaram, começaram os estudos para avaliar a viabilidade desta integração. Em abril do mesmo ano os acionistas das duas empresas aprovaram a integração, e em julho o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) aprovou a operação.

Com isso, as atividades das duas bolsas foram integradas em uma só companhia, denominada BM&FBOVESPA, que passou a ser a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado (antes disso a BVSP era a quinta e a BM&F era a sexta). Além disso, a nova bolsa era a quinta maior bolsa do mundo em recursos captados em IPOs, a sexta maior em derivativos, e a décima maior empresa brasileira listada em valor de mercados, de acordo com os dados divulgados pelas bolsas pré-integração em 2007.

Conforme informado pela companhia, a estrutura de auto-regulação seguiu o modelo de uma empresa independente, a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado, encarregada de supervisionar as atividades de todos os mercados que a nova bolsa opera.

Após a integração, segundo os dados da própria BM&FBOVESPA, a nova estrutura organizacional ficou montada conforme a figura abaixo.

Figura 20: Estrutura societária da BM&FBOVESPA



Fonte: BM&FBOVESPA

Para o futuro, conforme a própria empresa cita em seus relatórios, os projetos são desenvolver mais sua tecnologia e aprofundar suas parcerias estratégicas.

Nas parcerias, duas têm grande destaque: com o CME Group e com o Nasdaq OMX.

No caso do CME Group, além da integração tecnológica, que prevê o desenvolvimento de uma plataforma de negociações integradas, existe uma intenção de o grupo norte-americano passar a ter uma participação acionária de 5% da bolsa brasileira, e em contra-partida esta indicaria um representante para o Conselho de Administração da bolsa norte-americana.

Além disso, a bolsa divulgou em 2009 um acordo com o Nasdaq OMX Group, que prevê integração para o roteamento de ordens⁸⁷, distribuição de sinal de preços⁸⁸ e licenciamento de produtos para companhias abertas⁸⁹.

⁸⁷ O objetivo é desenvolver um sistema tecnológico que permita aos intermediários norte-americanos (*broker dealers*) enviar ordens de compra e de venda de ações negociadas na BM&FBOVESPA, e aos corretores brasileiros enviar ordens de compra e de venda de ações negociadas na NASDAQ OMX.

⁸⁸ A NASDAQ OMX passará a distribuir os preços dos ativos negociados na BM&FBOVESPA, e a BM&FBOVESPA passará a distribuir os preços dos ativos negociados na NASDAQ OMX.

⁸⁹ A BM&FBOVESPA tornará disponíveis produtos licenciados pela NASDAQ OMX, destinados a apoiar e facilitar as atividades de tais companhias, tais como de relações com investidores (RI), de estruturação e assessoria aos conselhos de administração, de comunicação com o mercado e com analistas.

Desde 2008 a bolsa já trabalhava com o desenvolvimento do seu sistema para atrair mais investidores de alta-freqüência. Segundo a própria bolsa, já em 2009 esse tipo de investidor tinha aumentado sua participação na BM&FBOVESPA⁹⁰.

É interessante notar a rápida integração das duas bolsas após as desmutualizações. Por um lado, a nova companhia argumenta que isto aconteceu para evitar a competição internacional, já que este novo formato cria uma bolsa mais arrojada, com produtos mais diversificados, logo mais apta a explorar novas oportunidades no mercado.

Entretanto, os sistemas da bolsa, o mercado interno, fatores operacionais e o mercado internacional, não se alteraram em um espaço tão curto de tempo, o que contribui para a hipótese de que a desmutualização catalise certos eventos, como a integração. Ela não é, entretanto, o único fator, dado que os sistemas modernos nas bolsas necessários para a integração e a importância no mercado mundial, que permitiram criar a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, não foram criados em tão pouco tempo, mas consolidados ao longo dos anos. A integração já seria possível antes, foi apenas facilitada pela busca de lucros das duas empresas a partir da desmutualização.

As parcerias estratégicas também eram possíveis, tanto que a BM&F, antes da desmutualização e da integração, já ensaiava uma parceria com a CME, como fala Sant'Anna (2009). Isso mostra a importância que as bolsas já tinham internacionalmente; porém a desmutualização acelerou este processo.

3.2 A Regulação do Mercado

Assim como em todos os processos de desmutualização das bolsas de valores, a principal preocupação é a questão regulatória. Afinal, toda a

⁹⁰ No segmento BM&F (mercado futuro, índices de ações etc.) a participação deste tipo de investidor saiu de 3,8% do volume total em setembro de 2009 para 4,2% em dezembro de 2009.

legislação existente para o assunto previa bolsas em seus modelos antigos de governança, sociedades mútuas e sem fins lucrativos.

A CVM editou a Instrução nº 461 em 2007, substituindo a Resolução CMN nº 2.690/00, que regulamentava a matéria até então e ficava desatualizada em face dos acontecimentos. Adiantando-se às necessidades da nova organização do mercado.

Vamos analisar brevemente esta instrução, como ela reagiu a esta mudança e como ela espera que as bolsas se comportem depois de desmutualizadas. Do mesmo modo, vamos analisar quais as atitudes tomadas por cada uma das bolsas para atender esta instrução.

3.2.1 A Instrução CVM nº 461/07

A CVM, amparada na Lei nº 6.385/76⁹¹, editou em 23 de outubro de 2007 a Instrução CVM nº 461, que passou a disciplinar a constituição e organização das bolsas de valores, mercadorias e futuro no território nacional.

Esta norma foi precedida de uma audiência pública, aonde interessados poderiam apresentar sugestões à norma.

A nova regulação rompeu com a tradição que se estendia desde a década de 60, que supunha que as bolsas fossem sociedades mútuas, e definiu dispositivos jurídicos para a nova organização das bolsas.

A análise da norma segue Dutra (2008), que tem uma visão crítica do trabalho apresentado pela CVM e de seus desdobramentos para o mercado de capitais.

⁹¹ Lei nº 6.385/76, em seu artigo 18 (alterado pela lei nº 10.411/02), diz: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - propor ao Conselho Monetário Nacional a aprovação de normas gerais sobre: [...] c) condições de constituição e extinção das bolsas de valores, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento; d) exercício do poder disciplinar pelas bolsas, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; [...]”

3.2.1.1 As opções da CVM

Este normativo tratou de diversos pontos relativos ao assunto, sendo inclusive mais amplo que os documentos que o precederam.

Dutra (2008) analisa os principais aspectos dessa instrução.

Arranjos organizacionais

A norma admite que as bolsas se constituam como associações (nesse caso reguladas pelo Código Civil) ou como sociedades anônimas (nesse caso a Lei das Sociedades por Ações é que rege a companhia).

Quanto à organização, admite-se que uma bolsa possa administrar mais de um mercado organizado (mercado de bolsa e balcão simultaneamente), mas a supervisão dos mercados deve ser segregada neste aspecto.

Quanto a exercer outras atividades empresariais, existe um temor recorrente neste aspecto, já que a bolsa poderia focar em atividades que fossem mais atrativas em um determinado momento, por esta razão ficou definido que outras atividades dependerão de aprovação da CVM. A participação da bolsa no capital de terceiros só poderá ocorrer com forma de “política de investimentos financeiros”.

A grande novidade é a necessidade da existência de um comitê de auditoria, de um conselho e departamento de auto-regulação; as atividades de auto-regulação até então ficavam com o diretor-geral.

Foram ainda definidas funções específicas para esse departamento e conselho no texto da CVM:

“Art. 36. O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação 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.

§1º O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação também serão encarregados de fiscalizar e supervisionar o cumprimento, por parte da entidade administradora, do acompanhamento das obrigações dos emissores de valores mobiliários, quando houver.”⁹²

Dessa forma, a CVM tenta garantir liberdade de atuação para estas áreas; além disso, ainda impôs que integrantes do conselho de administração ou da diretoria possam exercer funções de auto-regulação.

O conselho de auto-regulação tem a função de supervisionar o departamento, assim como de analisar a proposta orçamentária e de trabalho desta área. Quanto ao número de membros, não existe padrão fixado pela CVM; entretanto, dois terços deles devem ser independentes⁹³.

Já o diretor de auto-regulação é membro do conselho e tem funções administrativas, conduzindo o departamento.

Conselho de Administração

A obrigação é que o conselho seja majoritariamente independente, segundo a definição apresentada no artigo 26 da própria instrução. Apesar de ampla, a definição visa isolar as influências que poderiam ocorrer de pessoas de dentro do mercado.

Outra inovação é a obrigação da existência do comitê de auditoria, com quatro atribuições básicas: indicação dos auditores independentes, acompanhamento dos resultados das auditorias internas, análise das

⁹² Instrução CVM nº 461/07.

⁹³ Segundo a própria instrução CVM nº 461/07 no artigo 26: “Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculo com: I – a entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto; II – administrador da entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, ou controlada; III – pessoa autorizada a operar em seu mercado; e IV – sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora. [...]”

demonstrações financeiras, e avaliação da efetividade da estrutura de controles internos.

Prestação de contas e transferência de funções

A CVM exige uma série de relatórios das companhias com atividades de auto-regulação. Além de estarem sujeitas a todas as regras das empresas de capital aberto nacionais, as bolsas têm um monitoramento adicional devido à sua posição única no mercado.

Além da prestação de contas que já existia, a CVM introduziu novas exigências para as bolsas, tornando a lista de exigências extensa (distribuiu-se em sete artigos⁹⁴ da instrução).

Internacionalmente, como vimos no capítulo 2, a transferência de atividades de supervisão é comum, e a BVSP seguiu essa tendência, criando a BSM; já a BM&F preferiu criar uma área dentro da sua estrutura para cuidar deste assunto. As seções seguintes darão maior atenção ao modelo adotado por cada bolsa pós desmutualização.

Questões ligadas à propriedade de ações

A instrução da CVM prevê regras relativas à participação no capital social dessas empresas, assim como no direito de voto. Este é um passo adotado por muitas bolsas. O modelo brasileiro, conforme observa Dutra (2008), pode ser classificado como intermediário entre posturas mais rígidas e mais liberais.

O artigo 33 exige que a CVM aprove qualquer aquisição direta ou indireta de 15% ou mais do capital social da empresa com direito a voto das bolsas⁹⁵. Caso a pessoa seja autorizada a operar, o limite máximo de participação é de 10%.

⁹⁴ Os artigos que tratam deste assunto são: 37, 40, 44, 45, 46, 49 e 58.

⁹⁵ Ambas as bolsas nacionais, ao abrirem o seu capital, optaram por listarem seus ativos no nível de governança corporativa do Novo Mercado, e nesse nível todas as ações lançadas devem ser ordinárias, ou seja, com direito a voto.

3.2.1.2 As críticas e sugestões do mercado

A CVM submeteu a instrução a uma audiência pública antes de sua publicação, para que os interessados pudessem contribuir para o aperfeiçoamento da norma. Os comentários recebidos foram divulgados publicamente e comentados pela CVM⁹⁶.

Dutra, 2008, faz uma análise dos principais pontos desta audiência, e é útil revisar estes comentários.

Uma crítica relevante para a nossa discussão diz respeito ao acesso direto em bolsa, que nessa instrução foi limitado ao mercado de balcão organizado. Como resposta, a CVM avalia que esta é uma tendência mundial, mas que o aumento da competição é quem deve buscar essa reforma, que deve ocorrer de maneira gradual.

Outro ponto criticado foram os limites da participação acionária pelos investidores. Inicialmente a CVM havia definido 20%, mas optou por baixar para 15%, para uma maior facilidade de intervenção.

Além disso, a efetividade dessa decisão foi questionada, com o argumento de que a independência na atuação da entidade administradora seria resultado de sua gestão e organização. Neste ponto, a CVM alega que superar este limite poderia fazer com que fossem adotadas decisões que pudessem ameaçar o funcionamento do mercado organizado.

A dupla listagem de ativos também foi questionada. Segundo a instrução da CVM, ativos, exceto ações, podem ser listados em bolsa e mercado de balcão organizado simultaneamente, alegando que o mercado de balcão organizado é menos transparente. A CVM manteve essa possibilidade, alegando estimular o mercado de balcão organizado e não descartando discussões futuras para adoção de ações neste modelo.

O quadro adotado pela CVM também se mostra bastante flexível nos aspectos organizacionais que poderão ser adotados, o que pode ser avaliado como benéfico para o futuro das bolsas, pois nenhuma delas estará

⁹⁶ CVM, Edital de Audiência Pública 06/07, e Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142. Comentando o edital, a análise feita neste trabalho visa focar os pontos relevantes para a desmutualização das bolsas, portanto para uma visão mais completa do assunto sugerimos recorrer aos originais e a Dutra, 2008.

obrigada a se enquadrar em um modelo rígido, e os órgãos reguladores estarão preparados para fiscalizar as bolsas de uma maneira mais eficiente.

Por fim, Dutra 2008 chega a uma conclusão positiva a respeito desta norma:

“[...] o Brasil passou a contar com uma regulamentação moderna e adaptada à nova realidade empresarial das bolsas, em especial no tratamento da questão dos conflitos entre objetivos comerciais e de auto-regulação.”

3.2.2 A BOVESPA

Ao optar pela desmutualização e reestruturar sua organização societária, a BVSP criou uma nova companhia, a BSM (Bovespa Supervisão de Mercados), uma empresa sem fins lucrativos, com o objetivo de analisar, supervisionar e fiscalizar o mercado de forma independente, além de ser a responsável pela administração do Fundo de Garantia⁹⁷, conforme divulgado pela própria bolsa.

A BSM é administrada por um conselho de administração próprio; cabe a este conselho aprovar as normas regulamentares e fiscalizá-las, analisar, supervisionar e fiscalizar os participantes que tenham ligação com a bolsa, assim como fiscalizar de igual forma o comportamento da BVSP e CBLC.

Caso alguma norma não seja cumprida, a BSM pode aplicar as penalidades previstas. Também compete à BSM a administração do fundo de ressarcimento de prejuízos.

Esta nova companhia tem ainda a responsabilidade de analisar os valores mobiliários emitidos pela BVSP e de fiscalizar as operações que a BVSP realiza; caso alguma irregularidade seja constatada a BSM, deverá informar à CVM o ocorrido.

⁹⁷ Fundo administrado pela BSM, nos termos da Resolução nº 2.690 do CMN, com a finalidade de assegurar aos investidores do mercado de valores mobiliários, até o limite patrimonial desse Fundo, o ressarcimento de prejuízos advindos da atuação irregular de administradores, empregados ou prepostos das corretoras atuantes na BOVESPA. Segundo o prospecto da própria bolsa.

Este modelo de uma empresa separada foi mantido pós integração, sendo que a BSM foi rebatizada para BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado.

3.2.3 A BM&F

Diferentemente da BOVESPA, a BM&F não criou uma empresa separada para cuidar da supervisão de mercado, mas uma área. Ambos os modelos foram previstos na Instrução 461 da CVM.

Apesar da estrutura de auto-regulação continuar pertencente à BM&F, ela funciona de uma maneira independente das demais atividades da companhia, tendo um conselho exclusivo, separado do Conselho de Administração da bolsa e independência orçamentária.

Esta área tem a finalidade de fiscalizar as operações realizadas nos sistemas da bolsa e tem poderes para instaurar processos administrativos para apurar a existência de desvios das normas instituídas, segundo divulgado pela própria empresa no prospecto da oferta pública.

3.3 A viabilidade financeira

Assim como aponta IOSCO (2000), a questão da viabilidade financeira não existe apenas para uma bolsa desmutualizada; mas uma instituição mutualizada poderia solicitar fundos para os seus membros em caso de necessidade. Já uma empresa com fins lucrativos não pode solicitar recursos financeiros aos seus acionistas, mas tem outros métodos de se financiar.

A bolsa de valores, por outro lado, representa um papel econômico importante, dado o seu lugar central na negociação de ativos; sendo assim o acompanhamento de sua saúde financeira é primordial.

A BM&FBOVESPA apresenta os seus resultados segundo as exigências de qualquer companhia aberta. Abaixo vemos alguns de seus indicadores:

Tabela 13: Demonstrações Financeiras BM&FBOVESPA (2007-2009) – em R\$ Milhões

	2007	2008	2009	Variação 2008-2009	Variação 2007-2009
Receita operacional líquida	1.376,60	1.602,00	1.502,54	-6,2%	9,1%
Despesas operacionais	-543,40	-544,50	-569,83	4,7%	4,9%
Resultado financeiro	307,50	306,10	253,86	-17,1%	-17,4%
Lucro líquido do período	755,90	909,60	881,05	-3,1%	16,6%
EBITDA	866,20	1089,40	975,11	-10,5%	12,6%
Margem Líquida %	54,90%	56,80%	58,60%		
Margem Ebitda %	62,90%	68,00%	64,90%		

Fonte: BM&FBOVESPA

O resultado financeiro de 2009 foi 17,1% menor que o de 2008, segundo a análise da própria companhia. Isso reflete a queda da taxa de juros que remunera as aplicações financeiras.

Grande parte desta diferença pode ser atribuída à crise mundial, que a partir do fim de 2007 fez o mercado financeiro viver um momento de incertezas; a maioria dos índices das bolsas caíram, e as suas receitas também⁹⁸.

De forma geral, a receita líquida da companhia continua em um patamar elevado, e o lucro é expressivo, apesar da queda em relação ao ano anterior. Em 2008 houve um grande esforço para cortar custos, e em 2009 investimentos foram retomados.

Paralelamente, os IPOs voltaram a ocorrer, ainda que de forma mais tímida em comparação com a febre verificada nos anos de 2006 e 2007; há uma tendência de recuperação.

Desta forma, podemos concluir que a BM&FBOVESPA tem capacidade para operar de forma lucrativa, gerando resultados positivos e oferecendo um ambiente de acordo com o esperado pelos acionistas e participantes de mercado.

⁹⁸ A NYSE, por exemplo, teve uma queda de U\$ 4.703 Milhões em 2008 para U\$ 4.687 Milhões; apesar de ser uma menor do que a da bolsa brasileira, confirma a tendência de queda. A HKEx teve uma queda de 11% nos números comparados do 3º semestre de 2008 e 2009.

A dúvida que fica no ar é como será a competição com as demais bolsas internacionais, isto é, se os seus resultados serão compatíveis com os deles, uma vez que este setor opera com altas taxas de lucros.

CONCLUSÃO

A mudança na gestão das bolsas de valores a partir da década de 90 é uma tendência que se espalhou por todo o mundo. Surgiu na Europa e passou para outros mercados, tanto os desenvolvidos como o norte-americano, quanto os da Ásia e da América Latina.

O primeiro passo que podemos observar nessa mudança foi a desmutualização. Depois, ampliaram-se aquisições, integrações e alianças estratégicas.

A desmutualização, por si só, não provocou todas essas mudanças, pois elas só foram possíveis por os mercados já serem sólidos, já terem uma base de investidores formada e ativos de grandes empresas sendo negociadas nessas bolsas. Além disso, a tecnologia já era suficientemente desenvolvida para permitir a integração com outras bolsas em países e continentes diferentes.

A grande contribuição da desmutualização foi permitir a monetização da bolsa de valor, ou seja, ela permitiu que os serviços prestados pela bolsa de valores (negociação, liquidação e divulgação de informações) se tornassem um negócio lucrativo.

Uma vez que a bolsa passou a ser uma empresa controlada por acionistas que visam lucro, o desdobramento deste processo foi a busca de meios para que os resultados fossem mais atrativos para os acionistas; isso se deu através das integrações e parcerias.

Paralelamente, pode-se argumentar que a bolsa desmutualizada investiu mais em tecnologia, ou se preocupou mais com a concorrência. Analisando as principais bolsas do mundo antes de sua desmutualização, vemos que elas já investiam em tecnologia; muitas delas, na década de 90, passaram a substituir os antigos pregões viva-voz, em que operadores compravam e vendiam ativos gritando as ofertas, por sistemas eletrônicos. Além disso, o mercado teve um grande crescimento neste período, e a infraestrutura necessária sempre esteve presente para acompanhar este crescimento.

Outro ponto que a esta nova fase trouxe foi a alteração na legislação. As bolsas mutualizadas apresentavam para o mercado uma postura distinta da nova fase; na antiga estrutura a bolsa era muito ligada aos órgãos públicos de regulação. Agora a bolsa tem uma preocupação com o resultado; logo, ela pode deixar a supervisão de mercado em segundo plano para atingir outras metas.

Isso gerou discussões em governos e institutos ligados às bolsas. A partir dessas discussões novas regulamentações foram aprovadas, adaptando-se à nova forma de gestão das bolsas.

Isso também trouxe novas preocupações. O mercado financeiro passou a lidar com incertezas antes muito remotas, como a atuação da bolsa em prol de um interesse específico, ou mesmo a possibilidade de uma bolsa ir a falência, como qualquer empresa com fins lucrativos.

Hoje ainda não temos exemplos claros do que a falência de uma bolsa poderá trazer para o mercado, mas existe a necessidade de os órgãos reguladores estarem sempre atentos a essa questão, buscando prevê-la e, na ocorrência, definir como contornar o problema.

Por outro lado, a nova gestão criou um novo tipo de negócio, que até aqui tem se mostrado lucrativo e com uma grande flexibilidade. Porém em longo prazo ela precisará mostrar que o serviço prestado manterá a qualidade do período anterior.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGGARWAL, R. **Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges**. Georgetown University. Washington, 2002.

_____. **Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges**. Georgetown University. Washington, 2005.

AKHTAR, S. **Desmutualization of Stocks Exchanges – Problemas, Solutions and Case Studies: Asian Development Bank**. 2002.

ARMANIOUS, A. **Globalization Effect On Stock Exchange Integration**. Cairo: Cairo University, 2006.

AZIZ, J et al. **China and India : learning from each other : reforms and policies for sustained growth**. Washington, D.C.:International Monetary Fund, 2006.

Banco Central do Brasil. <<http://bcb.gov.br>>

BEKAERT, G. et al.: **Market Integration And Contagion**. NBER, EUA, 2003.

BENHAMOU, E.; SERVAL, T. **On the Competition between ECNs, Stock Markets and Market Makers**. Londres, 1999.

BLOOMBERG < <http://www.bloomberg.com>>

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA: **80 años del mercado de Valores em Colombia**. Colômbia, 2008. Disponível em <http://www.bvc.com.co/recursos/Files/Acerca_de_la_BVC/Ochenta_Anos_Mercado_de_Valores.pdf>. Acesso em: Outubro 2009.

BOVESPA. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária da Bovespa Holding S.A.** São Paulo, 2007. Disponível em <http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/comunicados_noticias/comunicados_mercado/PROSPECTODEFINITIVO.pdf>. Acesso em: Agosto 2009.

_____. **Comunicado ao Mercado: Bovespa Holding e BM&F definem sua integração**. São Paulo, 2008. Disponível em <http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/comunicados_noticias/comunicados_mercad/Pressrelease%2020080326.pdf>. Acesso em Março de 2010.

BM&F – Bolsa de Mercadorias & Futuros. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária da BM&F S.A.** São Paulo, 2007. Disponível em < http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/porta_investidores/pt/comunicados_noticias/comunicados_mercado/00262_bmf_e8_def_prova_1.pdf>. Acesso em: Agosto 2009.

BM&FBOVESPA. **Demonstrações Financeiras 31 de dezembro de 2008.** São Paulo, 2009. Disponível em < http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/porta_investidores/pt/informacoes_financeiras/relatorios_itr_dfp_ian/DFP%20-%2031.12.2008.pdf>. Acesso Março de 2010.

_____. **Demonstrações Financeiras 31 de dezembro de 2009 e 2008.** São Paulo, 2010. Disponível em <http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/porta_investidores/pt/informacoes_financeiras/relatorios_itr_dfp_ian/DFP_Di_vulgação.pdf>. Acesso Março de 2010.

CAMERON, A. **THE FUTURE OF STOCK EXCHANGES.** Tailândia, 2002.

CARSON, J. **Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?** EUA: Banco Mundial, 2003.

CASEY, J. LANNOO, K. **The MiFID Revolution.** Estados Unidos: Cambridge University Press, 2009.

CHADDAD, F. **Waves of Demutualization: An Analysis of the Economic Literature.** Washington State University, 2003.

CHUG, L.; MEADOR, J. **Demutualization in the Life Insurance Industry: A Study of Effectiveness.** Financial Services Forum College of Management University of Massachusetts, Boston, 2006.

CITI INVESTMENTES RESEARCH. **Global Portfolio Strategist.** EUA, 2007.

CLAESSES, Stijn et al. **The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects.** The Wharton School. Pensilvania, EUA, 2002a.

_____. **Accessing International Equity Markets: What Firms from Which Countries Go Abroad?** EUA, 2002b.

CME GROUP. **3Q 2009 Earnings Conference Call.** EUA, 2009. Apresentação disponível em <http://files.shareholder.com/downloads/CME/828975120x0x327221/10a53f21-62d0-41f5-aeb6-551620ac9048/Q309%20Earnings%20Slides%20Final_29OCT2009.pdf>, acesso em Dezembro 2009.

_____. **3Q CME Group Analyst Day 2009**. EUA, 2009. Apresentação disponível em <http://files.shareholder.com/downloads/CME/828975120x0x322310/fb2816e5-cdcc-407b-abfc-00fc55ac0f63/Analyst_Day_Full%20Program%209_30%20FINAL%20for%20web%20cast%20no%20built.pdf>. Acesso em: Dezembro 2009.

CVM. **Edital de Audiência Pública Nº 06/2007**. Brasil, 2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/audi/Edital_06_2008.pdf>. Acesso em: Outubro 2009.

_____. **Instrução CVM Nº 461**. Brasil, 2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/infos/inst461press.asp>. Acesso em: Outubro 2009.

_____. **Relatório De Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142**. Brasil, 2007. Disponível em <www.cvm.gov.br/port/infos/inst461relatorio.pdf>. Acesso em Outubro de 2009.

DEUTSCHE BANK RESEARCH. **Alternative Trading Systems: A Catalyst of Change in Securities Trading**. Alemanha, 2005.

DEUTSCHE BÖRSE. **Annual Report 2008**. Frankfurt, 2009. Disponível em: <http://ir2.flife.de/data/dbag/igb_html/index.php?bericht_id=1000003&lang=ENG>. Acesso em dez. 2009.

DUTRA, M. **As Novas Estruturas Organizacionais das Bolsas**. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008.

ELLIOTT, J. **Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective**. EUA: IMF Working Paper, 2002.

GALUPPO, R. **O Road Show Não Pode Parar: Desmutualização e IPO da Bovespa**. São Paulo: Editora Cultura, 2009.

GOLDMAN SACHS. **Global: Market Structure**. EUA, 2008.

GOMES, F. **Nasce uma Nova Cetip**. Investidor Institucional, Ed. 210, ano 14, p. 9-11, dezembro de 2009.

FLECKNER, A. **Stock Exchanges at the Crossroads**. EUA, 2006.

HAAS, J. **The Markets in Financial Instruments Directive: Banking on Market and Supervisory Efficiency**. EUA: IMF Working Paper, 2007.

HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING. **2009 Third Quarter Results**. Hong Kong, 2009. Disponível em: <http://www.hkex.com.hk/eng/exchange/invest/results/Documents/2009_3rdqtr_e.pdf>. Acesso em Dezembro 2009.

HUGHES, P.; ZARGAR, E. **Exchange Demutualization**. Canadá: Blake, Cassels & Graydon LLP, 2006.

IOSCO - International Organization of Securities Commission. **Issues Papers on Exchange Demutualization**. Madri, 2001a.

_____. **Issues Paper on Exchange Demutualization**. 2001b.

_____. **Exchange Demutualization In Emerging Markets**. 2005.

KARMEL, R. **Turning Seats into Shares: Implications of Demutualization for the Regulation of Stocks and Future Exchanges**. Nova York: Brooklyn Law School, 2000.

LEE, R. **What is an Exchange?** Nova York: Oxford University Press. Oxford, 1998.

_____. **The Future of Securities Exchanges**. The Wharton School. Pensilvania, EUA, 2002.

LICHT, A. **Stock Market Integration in Europe**. EUA, Harvard Law School, 1997.

LO, A. et al. **THE INDUSTRIAL ORGANIZATION AND REGULATION OF SECURITIES INDUSTRY**. The University of Chicago Press; Chicago, 1994.

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP. **Interim Report**: Six months ended 30 September 2009. Inglaterra, 2009. Disponível em <<http://www.londonstockexchange.com/investor-relations/financial-performance/financial-key-documents/interim-sep-09-report.pdf>>. Acesso em Janeiro 2009.

MAREK, M. HAISS, P. **Stock Exchange M&A, FDI & Demutualization: industrial organization changes to the better or to the worse?** Austria, University of Economics and Business Administration, Vienna, 2008.

MENDIOLA, A. O'HARA, M. **Taking Stock in Stock Markets: The Changing Governance of Exchanges**. EUA: Cornell University, 2003.

NASDAQ OMX. **Q409 Earnings Presentation**. EUA, 2010. Apresentação disponível em <http://files.shareholder.com/downloads/NDAQ/750869053x0x349327/beae0b7c-512a-49e6-b06a-207c6ed7f220/Q409_Earnings.pdf>. Acesso em março de 2010.

NEWELL, G. et al. **Listed Property Trusts in Malaysia**. Austrália, 2002.

NYSE EURONEXT. **Fourth Quarter and Full-Year 2009 Earnings Presentation**. EUA, 2010. Apresentação disponível em <http://phx.corporate-ir.net/External.File?item=UGFyZW50SUQ9MjU3NTkyN3x0x349327/beae0b7c-512a-49e6-b06a-207c6ed7f220/Q409_Earnings.pdf>. Acesso, Março 2010.

PAMBOUKDJIAN, L. **Iniciativas de Integração e Consolidação de Bolsas: A Experiência Europeia e Norte-Americana e os Efeitos na América Latina**. Dissertação, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, PUC-SP, 2006.

QUEMEL, L. **Determinantes para o Aumento dos IPOs no Brasil**. Uma análise empírica ex-ante e ex-post. Dissertação, Escola de Pós Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2009.

RAMOS, S. **Technological and Deregulation Shocks and Stock Market Development**. Lisboa, 2006a.

_____. **Why Do Stock Exchanges Demutualize and Go Public?** Suíça, Swiss Finance Institute Research Paper Series Nº 06-10, 2006b.

ROSENBLAT SECURITIES INC. **Trading Talk: Market Structure Analysis & Trading Strategy**. EUA, 2009.

SANT'ANNA, I. **Projeto Maratona: Desmutualização e IPO da BM&F**. São Paulo: Editora Cultura, 2009.

SAHA, S. **Stock Exchange Demutualization and Self Regulation**. Mumbai, Securities and Exchange Board of India, 2005.

SERIFSOY, B. **Demutualization, Outsider Ownership and Stock Exchange Performance** - Empirical Evidence. Frankfurt, 2005.

SERIFSOY, B. TYRELL, M. **Investment Behavior of Stock Exchanges and the Rationale for Demutualization** - Theory and Empirical Evidence. Frankfurt, 2006.

SHAH, A. THOMAS, S. **The Evolution of the Securities Markets in India in the 1990s**. India, 2001.

SHIMOMOTO, Y. **The Capital Market in Malaysia**. Filipinas: Asian Development Bank, 1999.

THOMAS, S. **How the Financial Sector in India Was Reformed**. Índia, 2005.

VATNICK, S. **Role of Stock Exchanges in Corporate Governance: the Impacts of Demutualization and Cross-border Integration**. Apresentação para o IX Latin American Roundtable on Corporate Governance, México, 2008.

WFE – World Federation of Exchanges. **Annual Report and Statistics 2007**. Paris, 2008.

_____. **Annual Report and Statistics 2008**. Paris, 2009.

WORTHINGTON, A; HIGGS, H. **Market Risk in Demutualised Self-Listed Stock Exchanges: An International Analysis of Selected Time-Varying Betas**. Australia, 2005.

YAHOO FINANCE. <<http://www.finance.yahoo.com>>

YONG, P; FU, K. **Introducing Demutualization and Listing as a Mean to Improve the Management of Chinese Stock Exchanges**. EUA, University of Pennsylvania, 2006.