

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES:
UM ESTUDO SOBRE A DESMUTUALIZAÇÃO E SUA APLICAÇÃO NO
CENÁRIO BRASILEIRO

João Paulo Campos Maia Pinto

Matrícula: 0312299

Orientador: Marcio Garcia

Novembro de 2006

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES:
UM ESTUDO SOBRE A DESMUTUALIZAÇÃO E SUA APLICAÇÃO NO
CENÁRIO BRASILEIRO

João Paulo Campos Maia Pinto

Matrícula: 0312299

Orientador: Marcio Garcia

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

Novembro de 2006

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Sumário

1. Introdução.....	5
2. Desmutualização das Bolsas de Valores.....	7
2.1 O que significa o processo de desmutualização.....	7
2.2 A Evolução das Bolsas de Valores.....	8
2.3 Razões para a Desmutualização.....	10
2.4 Conflitos de Interesse e Questões Importantes.....	12
3. Desmutualização das Bolsas em Mercados Emergentes.....	14
3.1 Razões que levam à desmutualização em economias emergentes.....	14
3.2 Obrigações Regulatórias da Bolsa Desmutualizada.....	15
4. Desmutualização no Mercado Brasileiro.....	19
4.1 Diagnóstico BOVESPA.....	19
4.1.1 Organização.....	19
4.1.2 Estrutura de Negociação.....	20
4.1.3 Estrutura e Auto-Regulação.....	22
4.1.4 Fontes de Receita e Viabilidade financeira.....	23
4.2 Diagnóstico BM&F.....	25
4.2.1 Organização.....	25
4.2.2 Estrutura de Negociação.....	26
4.2.3 Estrutura e Auto-Regulação.....	27
4.2.4 Fontes de Receita e Viabilidade financeira.....	28
4.3 Considerações a respeito da desmutualização no Brasil Conclusão.....	28
5. Conclusão.....	31
6. Bibliografia.....	32

Índice de tabelas

Tabela 1: Ano de desmutualização das bolsas 8

Tabela 2: Ano de desmutualização das bolsas 23

1. Introdução

O mercado de capitais constitui um papel vital na economia de uma nação capitalista, promovendo oportunidades de transformar a poupança em investimentos. Através destes investimentos, são encontradas diferentes maneiras de alocação do capital em busca de maiores rendimentos, ou até mesmo de se proteger de oscilações futuras. É um mercado a cada dia mais global, onde investidores operam com títulos e ações de empresas ou commodities das mais variadas localidades do mundo. Essa economia será mais saudável de acordo com a velocidade que conseguir impor no ciclo “Receita – Poupança – Investimento – Receita”.

As bolsas de valores surgiram com a função de serem as entidades responsáveis pela disponibilização da infra-estrutura, a fim de garantir a eficiência e fácil acessibilidade aos produtos nela negociados. Além disso, em grande parte das vezes, ela também é incumbida de papel regulatório dos mercados, estabelecendo regras e até punições. Seu propósito básico não mudou desde então.

Dado o avanço tecnológico nos sistemas de troca de informações e a possibilidade da grande globalização do mercado de capitais, suas respectivas estruturas se encontram em permanente mudança, que envolve implicações a todo e qualquer investidor. A concorrência neste mercado é cada vez mais acirrada e com cada vez menos barreiras. As bolsas ao redor do mundo estão se desmutualizando e cada uma se adaptando a sua maneira. Quem ficar pra trás neste processo pode tender a ficar menos competitivo e acabar por perder seu espaço no mercado.

A desmutualização é um fenômeno recente, que está se difundindo mundo a fora, refletindo a, cada vez maior, globalização atingida pelo mercado de capitais. É um processo no qual as bolsas estão deixando de ser clubes de membros sem fins lucrativos, passando a ser sociedades de capital fechado ou aberto, podendo ter ações negociadas na própria bolsa e, tendo fins lucrativos.

Há muita discussão ainda em aberto a respeito do resultado agregado obtido pela desmutualização. Este estudo pretende portanto listar e analisar as causas, possíveis ganhos e perdas e sua aplicação no caso BM&F e Bovespa.

A perspectiva de adoção deste processo pelas duas principais bolsas do Brasil faz com que seja extremamente relevante a realização de estudos a respeito, dado que um processo de desmutualização ocorre de maneira diferente em cada lugar e, além de

poder proporcionar benefícios, ele promove alterações na estrutura em vigor e produz alguns conflitos de interesse.

A motivação deste estudo, portanto, está representada pelo momento de transformações pelo qual passa o mercado de capitais global com os processos de desmutualização das bolsas ao redor do mundo e, em especial, as perspectivas de adoção deste sistema pelas bolsas brasileiras.

Sendo assim, na primeira parte do estudo será feito um capítulo explicando o significado de uma desmutualização, os motivos para realização deste processo e os conflitos de interesse que possam vir a surgir. Seguindo, no segundo capítulo serão descritas as diferenças que possam existir na realização deste processo nos mercados emergentes e suas questões regulatórias. Após isso, será realizado um diagnóstico a respeito da situação das bolsas brasileiras e, por fim, algumas considerações de como elas poderão se comportar se optarem pelo modelo de desmutualização.

2. Desmutualização das Bolsas de Valores

2.1 O que significa o processo de desmutualização

Não há uma definição padrão a respeito do que signifique a desmutualização das bolsas. Esse processo já ocorreu em diversos países e, em cada um deles, ocorreu de alguma maneira diferente.

Na maioria das vezes, a ênfase que se dá nesse processo é a da transformação da bolsa de uma instituição sem fins lucrativos para uma empresa a favor do lucro. Na verdade, isso sozinho não significa que tenha ocorrido uma desmutualização, visto que uma associação mutualista pode muito bem ser a favor do lucro, sem necessitar alterar sua estrutura de organização.

A questão central da desmutualização concentra-se na estrutura proprietária da bolsa. A função primária deste processo consiste em transformar a estrutura mutualista (uma associação de membros organizados de maneira cooperativa) em uma companhia com capital acionário aberto, favorecendo assim a entrada de participantes do mercado no capital da bolsa que não são os intermediários e antigos membros.

Assim, é possível reformular a estrutura de governança das bolsas, reduzindo o controle e a influência de intermediários de negociações no posicionamento estratégico da bolsa. Para haver um verdadeiro processo de desmutualização, é preciso portanto, que participantes do mercado que não eram nem membros da bolsa, nem intermediários de negociação, tenham liberdade para fazer parte do capital acionário da bolsa, diversificando sua base proprietária.

As maiores bolsas que já realizaram o processo de desmutualização podem ser vistas na tabela abaixo:

Tabela 1: Ano de desmutualização das bolsas

Stockholm Stock Exchange	1993	London Stock Exchange	2000
Tradepoint / virt-x	1995	Deutsche Boerse	2001
Helsinki Stock Exchange	1995	Oslo Bons	2001
Copenhagen Stock Exchange	1996	Euronext	2001
Amsterdam Exchanges	1997	Nasdaq	2001
Borsa Italiana	1997	BME Spanish Exchanges	2001
Australian Stock Exchange	1998	Tokyo Stock Exchange	2001
Athens Stock Exchange	1999	Philippines Stock Exchange	2001
Iceland Stock Exchange	1999	Osaka Stock Exchange	2001
Stock Exchange of Singapore	1999	Swiss Stock Exchange	2002
SIMEX	1999	Chicago Mercantile Exchange	2002
LIFFE	1999	International Securities Exchange	2002
Toronto Stock Exchange	2000	New Zealand Stock Exchange	2003
Sydney Futures Exchange	2000	Bursa Malaysia	2004
New York Mercantile Exchange	2000	CBOT	2005
Hong Kong Stock Exchange	2000		

Fonte: Hughes, P. "Exchange Demutualization"

2.2 A Evolução das Bolsas de Valores

Tradicionalmente, a maioria das bolsas de valores ao redor do mundo se organizou de maneira muito parecida. Elas se estruturaram como associações mutualistas, controladas por seus membros e que funcionavam como organizações cooperativas sem fins lucrativos.

Neste modelo tradicional, a bolsa de valores representava um ambiente físico onde seus membros se reuniam em um determinado momento do dia para poderem comprar e vender seus títulos de valores. Para ser um membro e ter permissão de acesso à bolsa, é preciso comprar seu assento, pagando a taxa de subscrição (taxa de entrada para tornar-se um membro) e taxas anuais para manter-se como associado.

Os próprios membros são responsáveis pelo estabelecimento de regras que governam a conduta das transações. Com uma quantidade de pessoas reunidas em um só lugar, atraídas pelo mesmo objetivo de realizar negócios, os títulos ganham valor, pois aumenta sua liquidez e os custos de negociação tornam-se menores.

Nessa estrutura de mercado é necessária a existência de interação visual e verbal entre os participantes, a fim de realizarem seus negócios. Como o acesso às bolsas era restrito aos seus membros, se uma pessoa de fora quisesse ter acesso a este mercado, ela precisaria fazer seu negócio através da intermediação de um membro. Percebendo uma oportunidade, os membros passaram a cobrar uma taxa para representar os interesses desses negociantes que não possuíam o acesso, surgindo assim, os corretores de valores.

Hoje em dia, surgiram os sistemas de negociação automatizados, onde os agentes atuam em um ambiente virtual, colocando suas ordens de compra ou venda. É um sistema eletrônico de trocas, fruto do avanço tecnológico que traz consigo a globalização do fluxo de ordens, e que representa um fator de alteração das estruturas de mercado.

Com as negociações acontecendo via meios eletrônicos, a necessidade de um ambiente físico se torna obsoleta, o que faz com que o custo marginal de se adicionar um novo membro tenda a zero. Assim sendo, as bolsas passam a ter um produto que ela pode negociar passando a ter fins lucrativos, e, pode eliminar a necessidade de intermediação das negociações, dando acesso direto ao mercado ao investidor. Os antigos membros referentes ao modelo tradicional, neste modelo deixam de ser vistos como membros e passam a ser vistos mais como clientes.

Embora tudo isso, o papel da bolsa de valores na economia não se alterou muito. É uma entidade comercial que deve proteger e promover seu negócio, garantindo eficiência e integridade do mercado de capitais, estabelecendo e reforçando regras apropriadas para regulação deste mercado.

Ao redor do mundo, as bolsas passaram a ter outras diferentes responsabilidades, como planejar regras de negociação e garantir para que estas sejam cumpridas, ou adotar regras de conduta para seus membros. Uma função muito importante é a de determinar parâmetros para qualificação de empresas para listagem de ações na bolsa, e garantir que haja ampla e contínua divulgação das informações de empresas listadas. Igualmente importante é a fiscalização e aplicação de punições a participantes do mercado para evitar a violação das regras estabelecidas. Além disso tudo, ela deve agir em prol do interesse público.

Historicamente, uma bolsa possui diferentes formas de gerar receitas para seu caixa. Uma delas são suas taxas de subscrição e manutenção de membro da associação, que, com a desmutualização, a estrutura de sócios deixa de existir, assim como as tarifas pagas pelos seus membros. A taxa de listagem das ações na bolsa é uma outra maneira de se arrecadar capital, mas, caso esteja sujeita a competição intensa, esta taxa tende a cair, tornando-se limitada à possibilidade de se retirar grandes receitas deste serviço.

A maior fonte de receita para uma bolsa consiste nas taxas cobradas sobre a negociação. Mas, com um sistema automatizado, o custo marginal de processamento de uma ordem adicional é quase zero, fazendo com que, como no caso anterior de intensa competição, seus ganhos se tornem limitados. Uma maneira viável de se conseguir

recursos extras pode ser a venda de informações e dados de negociações e cotações. Outra fonte potencial pode ser a introdução da negociação em novos instrumentos como derivativos.

2.3 Razões para a Desmutualização

A realização de um processo de desmutualização representa uma alteração bastante agressiva na estrutura do mercado de capitais de uma economia. É um processo que pode trazer muitos benefícios e que, portanto, há muitos fatores que levam a essa economia a buscar a realização deste processo. Nesta parte do estudo estarão sendo demonstradas as principais razões para a excussão do processo de desmutualização.

Em primeiro lugar, está o desejo de se transformar a estrutura de governança das bolsas para uma estrutura mais racional. A estrutura tradicional dá direito a um voto para cada membro da associação, o que beneficia um grupo representado pelas pequenas corretoras. Com a desmutualização, o peso dos votos será estabelecido de acordo com sua participação acionária no capital da bolsa. Sendo assim, em uma estrutura desmutualizada, a bolsa será uma corporação que opera de maneira focada, permitindo que sua diretoria tome medidas que buscam os melhores interesses da bolsa e seus acionistas, e assim, seja capaz de agir de maneira rápida e eficiente a quaisquer alterações no mercado.

É uma razão, preponderante, pois transforma sua estrutura de governança tornando-a menos suscetível aos interesses de seus membros através da diversificação dos participantes da estrutura proprietária das bolsas. Além disso, a separação da associação de membros do direito de propriedade é muito importante para garantir que os participantes do mercado que praticam o maior volume de negócios na bolsa possam ter participação proporcional no seu controle.

Com uma estrutura de capital acionário, as bolsas desmutualizadas deverão ter maior transparência, já que estarão sujeitas a prestação de contas aos seus acionistas, não só de suas finanças, mas também de questões quanto à governança corporativa. Por exemplo, um investidor institucional ou de varejo, pode se tornar acionistas da bolsa. Essa diversificação dos interesses de proprietários no capital da bolsa tende a ser boa política e economicamente, ajudando a melhor responder a alterações no mercado.

Como, em geral, na associação mutualista, o grupo de maior tamanho e com mais peso na hora de votar é constituído pelas pequenas corretoras (já que o sistema de

voto é um voto por cada membro), eles tem muito interesse na desmutualização, para poder vender sua participação nas ações da bolsa, o que se chama de criação de valor.

Uma outra razão está na competição contra sistemas alternativos de negociação e as chamadas “*upstairs trading*” (negociações do andar de cima). Estes sistemas alternativos são sistemas computadorizados privados, operados por próprios membros da bolsa, ou então, por seus afiliados. Eles funcionam de maneira muito parecida com uma bolsa, centralizando e comparando ordens de compra e venda de participantes que se encontram diretamente no sistema. O mantenedor do sistema também é responsável pela sua regulação, impondo os requisitos necessários para cada participante deste mercado. As “*upstairs tradings*” são sistemas internos adotados por corretoras que internalizam ou compram seu fluxo de ordens, ou seja, elas casam as ordens de um de seus clientes com a de outro, ou com uma de seu próprio inventário, sem nunca colocá-las em negociação no mercado da bolsa. Não são considerados sistemas alternativos de negociação, pois não envolvem participantes externos, apenas o operador do sistema participa.

Apesar de seu crescimento, essas ameaças nunca poderão substituir uma bolsa, pois não conseguem gerar nem a escala nem a liquidez dos serviços providos por elas. Mesmo assim, uma bolsa desmutualizada será mais capaz do que uma bolsa organizada de maneira tradicional, no que diz respeito a se manter competitiva em termos de preço, variedade e qualidade de seus serviços num cenário como este.

Mas, as bolsas não sofrem ameaça de competição só no âmbito nacional, a competição internacional também é levada em conta. De bolsas locais, passando a bolsas nacionais, estão surgindo as bolsas internacionais, tudo isso devido às melhorias tecnológicas nos sistemas de comunicação, que permite o fácil acesso de investidores dos mais diversos lugares do mundo a mercados de capitais estrangeiros. A globalização está presente no mercado de capitais também, destruindo barreiras que isolavam as bolsas em seus próprios mercados.

Dado este ambiente competitivo, é possível que, através dessa estrutura desmutualizada, seja criado um catalisador para a realização de contínua busca por novas estratégias de negócios. Passaria a ter mais vontade de abrir o acesso a seus mercados para prover referência de valor e liquidez para os investidores.

Daí, uma estrutura desmutualizada com ações negociadas livremente facilita as fusões entre as bolsas. Fusões de bolsas de ações com bolsas de derivativos estabelecem a criação de super-bolsas, o que torna as bolsas mais fortes contra as ameaças

competitivas e dá a ela uma maior gama de serviços a serem ofertados. Essas alianças ou fusões não vêm somente da ameaça de competição de outras estruturas de mercado e bolsas internacionais, mas também, do maior incentivo da estrutura desmutualizada de se buscar receitas e corte de custos.

Como ultima razão, pode-se citar o acesso a recursos para realização de investimentos. O dinheiro gerado da oferta pública pode ser aplicado na modernização de tecnologia para seus sistemas de negociação e informação, tornando seus serviços mais eficientes e confiáveis. Além disso, essa estrutura tende a responder melhor a avanços tecnológicos, um meio de acelerar o desenvolvimento de infra-estrutura e capacidades relacionadas à tecnologia.

Espera-se portanto, que em uma estrutura desmutualizada, a tomada de decisões financeiras seja melhorada, com a formação de uma diretoria mais homogênea. Assim, seria mais garantido que os recursos da bolsa fossem em iniciativas de negócios que agreguem valor ao acionista.

2.4 Conflitos de Interesse e Questões Importantes

As alterações obtidas no ambiente de mercado, quando realizado o processo de desmutualização, podem trazer benefícios como os citados anteriormente, mas, questões chave e conflitos de interesse também são verificados nesse ambiente. Essas questões vão de até que ponto o modelo de bolsas a favor do lucro consegue compatibilizar sua operação comercial com os objetivos de interesse público, até a adequação e eficiência da regulação que será imposta.

O primeiro ponto a ser discutido será a questão do equilíbrio entre os interesses comerciais da bolsa e o interesse público. O risco central deste conflito está em quando os interesses comerciais de curto prazo da bolsa podem suplantam os incentivos de longo prazo de se preservar uma reputação de provedora de um mercado justo e em perfeita ordem, obtendo a confiança do investidor. Isto é, a bolsa pode se decidir por reduzir os padrões regulatórios em busca de maiores lucros no curto prazo.

Esse desequilíbrio se dá de duas maneiras. A primeira reside no corte de recursos devotados à regulação, ou seja, redução do orçamento para realização de funções regulatórias. A outra, consiste na redução de padrões regulatórios como, por exemplo, a diminuição nos requisitos para elegibilidade à listagem de ações para serem negociadas

na bolsa. Assim, conseguiria atrair mais empresas para serem listadas, ganhando mais receitas, vindas das taxas de listagem.

Ainda quanto à listagem de ações na bolsa, existe um caso especial em que as bolsas desmutualizadas realizam uma auto-listagem, isto é, elas colocam suas ações para negociação na própria bolsa. Isso gera um conflito de interesse claro, visto que ela mesma será responsável pela revisão e aprovação de seus documentos para listagem e, se ela agir de maneira crível como sua própria reguladora caso haja alguma transgressão das regras de listagem ou negociação.

É muito difícil de prever o quanto será afetado o papel de regulador de mercado das bolsas de valores, dado o ambiente cada vez mais competitivo e a favor do lucro no qual operam.

Uma outra questão importante de se verificar é a possibilidade de má utilização dos poderes de regulação. É essencial para o bom funcionamento do mercado que, uma bolsa com poderes regulatórios não se aproveite deste seu papel para conseguir obter benefícios comerciais de maneira injusta.

São dois os casos onde a bolsa pode se aproveitar de seus poderes regulatórios. No primeiro, a bolsa pode ser colocada numa posição em que ela seja responsável pela regulação de seus próprios competidores, dado o mercado competitivo de hoje em dia, sejam eles participantes do mercado que sejam provedores, utilizadores ou investidores de sistemas de negociação rivais ao da bolsa. O outro caso diz respeito ao uso das receitas obtidas através da aplicação de multas e penalidades. O conflito está no fato de ela poder usar este dinheiro para financiar suas atividades comerciais. É uma questão complicada definir o que seria um uso apropriado para as receitas regulatórias.

A partir do momento que uma bolsa passa a operar em favor de lucros, é de muita importância que ela seja economicamente viável, dada sua importância como organizadora do mercado de capitais de um país. Com fins lucrativos, ela tende a ser mais inclinada a tomar certos riscos comerciais que não tomaria se operasse sob um modelo estrutural mais tradicional, ela tem como objetivo sempre querer aumentar o retorno a seus acionistas.

3. Desmutualização em Mercados Emergentes

Desde a primeira desmutualização em 1993, 21 bolsas de mercados de economias desenvolvidas optaram por este modelo e se desmutualizaram, o que representa cerca de 40% dos membros da Federação Mundial das Bolsas de Valores.

Em contraste a isso, a velocidade nos mercados de economias emergentes foi relativamente mais devagar, tendo apenas cinco bolsas que terminaram seu processo de desmutualização de um total das 76 localizadas em mercados emergentes.

3.1 Razões que levam à desmutualização em economias emergentes

Em países emergentes, é muito comum que o processo de desmutualização da bolsa de valores seja iniciado pelo governo ou o órgão governamental responsável por regular o mercado, diferentemente do que acontece em países desenvolvidos, onde o primeiro movimento é realizado pelos próprios membros da bolsa ou pelo setor privado em geral.

É muito comum também, que as bolsas de mercados emergentes tenham monopólio de seu mercado doméstico, sendo ela a única atuando no mercado, isolada de concorrência estrangeira ou eletrônica. Em alguns países, elas chegam a propriedades estatais, sendo seus diretores indicados pelo governo.

A desmutualização, como já dito antes, promete trazer muitos benefícios, os quais levam os órgãos reguladores a defender a realização deste processo nos países emergentes. No relatório da IOSCO de 2001 a respeito da desmutualização em países emergentes, foi realizada uma pesquisa com catorze países em desenvolvimento, dentre os quais se destacam Brasil, China, Índia e Turquia.

Uma das razões mais citadas para a desmutualização nos mercados emergentes é o crescimento da competição pelo fluxo de ordem global, mais especificamente, preocupações a respeito da falta de liquidez e marginalização de seus mercados domésticos. É a questão da globalização dos mercados de capitais. A desmutualização da bolsa serviria como um fator de mudança do seu modelo de negócios, em prol da melhora na sua eficiência em responder a possíveis acontecimentos no mercado, inclusive a intensificação da competição pelo fluxo de ordens.

Além disso, alguns reguladores vêem a desmutualização como um instrumento de promoção ao desenvolvimento relacionado à tecnologia. Assim, seria possível para ele modernizar tanto a infra-estrutura quanto a capacitação da bolsa, podendo até importar conhecimento e know-how técnico internacional.

Uma outra razão citada foi a utilização da desmutualização como meio de reformar a estrutura de governança das bolsas. Esta razão reflete uma tendência na qual existem grandes expectativas domésticas e internacionais, para que haja um aumento dos padrões de governança da bolsa, tornando-se cada vez mais inaceitável o funcionamento de uma bolsa como uma associação de membros, operada sem estruturas de governança apropriadas. Em certos países, a desmutualização não foi considerada como a melhor opção para reformar a estrutura das respectivas bolsas de valores.

Uma razão que não foi predominante nas citações, foi a ameaça de competição de sistemas de troca alternativos (*ATSs*) e redes de comunicação eletrônicas (*ECNs*). Apenas um dos respondentes citou o acesso a fundos como uma razão, pois a receita se encontrava muito dependente das taxas de trocas e listagem.

Em sua maior parte, os reguladores de mercado tinham como grande preocupação o fato de que seus ambientes econômicos e de mercado de capitais não fossem suficientemente desenvolvidos, ou então que não existissem certas pré-condições necessárias, a ponto de se obter um processo viável de desmutualização. Não importa de onde venha a iniciativa para a desmutualização, é essencial o envolvimento do governo estabelecendo políticas para garantir sua implementação.

3.2 Obrigações Regulatórias da Bolsa Desmutualizada

A regulação dos mercados é uma resposta às ineficiências oriundas da atividade econômica no sistema financeiro. Os mercados, por si só, não tem capacidade para solucionar todos os problemas que possam ocorrer. Pámela S. Hughes diz em “*Exchange Demutualization*” que a entidade reguladora deve ter pelo menos três objetivos a zelar que são: a proteção dos investidores, a criação e manutenção de um mercado justo, transparente e eficiente, e, a redução do risco sistêmico. No caso de países com o mercado de capital multiplamente desenvolvido, uma outra função do regulador passa a ser a busca por competitividade no mercado.

Não necessariamente, todas as responsabilidades de regulação precisam estar concentradas em um único corpo regulatório. Existem diversos modelos eficientes onde

essas responsabilidades são divididas ou delegadas pelas agências governamentais a agências independentes ou organizações auto-regulatórias.

Organizações auto-regulatórias (OARs) são organizações não governamentais que tem o poder de criar e reforçar regras e padrões do mercado. A prioridade é proteger o investidor através do estabelecimento de regras que promovam a ética e a igualdade. As próprias bolsas de valores são exemplos de OARs, assim como a NASD (*National Association of Securities Dealers*) nos Estados Unidos.

Existem inúmeras vantagens em se delegar responsabilidades de fiscalização do mercado a OAR. Uma das principais delas consiste no fato de elas possuírem *expertise* do próprio mercado e potencialmente utilizarem padrões mais altos do que os que seriam impostos por lei. Elas conseguem uma maior probabilidade de cumprimento às regras, pois são acordadas mutuamente e não impostas por alguém externo ao processo. E, por último, elas dispõem de grande flexibilidade e podem responder de maneira mais eficiente às necessidades do mercado.

Por outro lado, sempre haverá certos riscos ao se delegar funções regulatórias. Pode haver falhas por falta de recursos ou compromisso da entidade responsável, utilizando padrões inconsistentes com os níveis de mercado ou então aplicando penalidades arbitrárias. Ela pode produzir um comportamento que atrapalhe a livre competição impondo barreiras e estruturas de mercado que não sejam ótimas e favoreçam os interesses de certos grupos sobre os dos investidores. Um outro risco consiste na possibilidade do governo tornar-se dependente da OAR para introdução de políticas públicas.

A fim de obter as vantagens citadas e minimizar os riscos potenciais desta delegação de poderes reguladores, é necessário que se chegue a um equilíbrio que deixe claro os poderes e responsabilidades de regulação do governo (ou órgão governamental) e da OAR, que ambos tenham acesso às informações necessárias para cumprir suas responsabilidades e que sejam implementados padrões consistentes e linhas de comunicação adequadas para fazer com que seja capaz de reagir às necessidades do mercado no devido tempo.

As responsabilidades da OAR podem envolver o desenvolvimento e o reforço das regras de negociação, além do estabelecimento de padrões para listagem e a garantia de que haverá contínua divulgação de informações das empresas listadas. Outras funções incluem a adoção de regras de conduta e vigilância do mercado e seus participantes, instituição de padrões de qualificação para os profissionais do mercado e

monitoramento e regulação de negociação diária e da operação do mercado para garantir sua integridade.

Para evitar alguns dos conflitos de interesse já explicitados antes neste estudo, os arranjos de governança funcionam como um meio primário de garantir arranjos robustos para manter um equilíbrio entre seus interesses comerciais e suas responsabilidades regulatórias. A formulação ideal da estrutura organizacional da bolsa consiste no estabelecimento de uma clara divisão entre a sua área responsável pela regulação e sua área comercial, dando certo nível de independência às áreas. É importante a existência de mecanismos que divulguem suas tarefas regulatórias e o processo adotado para execução destas.

A IOSCO sugere que, para se criar um ambiente onde esses conflitos sejam reconhecidos, minimizados e controlados, é necessária a existência de governança corporativa, assim como existência de diretores de interesse público (cujo objetivo é zelar para que não sejam tomadas decisões que afetem a bem público nos mercados) e a separação das atividades econômicas da bolsa de suas funções regulatórias. Também é preciso que haja uma declaração estatutária clara das obrigações de prover um mercado de negociações público, eficiente e justo. É importante que se tenha fiscalização regulatória rigorosa, com alta transparência das bolsas exigindo-se delas a publicação de regras e decisões e mecanismos que aumentem a prestação de contas da bolsa para o governo e o público.

A respeito da questão da listagem, embora alguns pensem que as bolsas podem reduzir seus padrões de aceitação de empresas e requisitos de informação, permitindo assim mais empresas listadas e mais tarifas de listagem e transação para a bolsa, também pode ser dito o oposto. Elas podem na verdade, instituir padrões mais rigorosos a fim de se distinguir das outras, criando uma reputação de maior credibilidade, ganhando a confiança dos investidores atraindo-lhe para seus mercados. No caso especial da auto-listagem da bolsa, a melhor solução é a fiscalização do próprio órgão governamental sobre a regulação a cargo da bolsa. Pode haver também a restrição na participação no capital acionário da bolsa. Muitos países têm em suas bolsas acionistas influentes e inúmeros poderes de controle ao acesso à participação no capital, desde notificação, até necessidade de aprovação.

Os reguladores devem aceitar que algumas responsabilidades regulatórias não podem ser repassadas às bolsas pois geram grandes conflitos de interesse. Ele deve ser

responsável por complementar a regulação exercida pelas bolsas, supervisionando e fiscalizando continuamente a sua atuação no mercado.

4. Desmutualização no Mercado Brasileiro

O mercado de capitais brasileiro está dividido entre as duas principais bolsas do país, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e a BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) que, basicamente complementam-se, atuando nos mercados com linhas de produtos distintos.

Localizadas na cidade de São Paulo, as duas bolsas dominam o cenário nacional e destacam-se como duas das maiores da América Latina. Ambas vêm brigando pelo seu espaço nesse mercado cada vez mais globalizado e, em conjunto com a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Central do Brasil (BACEN), o Tesouro Nacional e a Anbid (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), têm realizado eventos através da iniciativa BEST (“*Brazil: Excellence in Securities Transactions*”), a fim de divulgar o mercado de capitais brasileiro nos grandes centros financeiros dos Estados Unidos, Europa e Ásia.

Neste capítulo, serão definidas as situações atuais de ambas as bolsas, do ponto de vista organizacional, estrutural e financeiro, descrevendo sua viabilidade de atuação como sociedade anônima, e os benefícios que deverão aflorar do processo de desmutualização.

4.1 Diagnóstico BOVESPA

4.1.1 Organização

A BOVESPA é hoje uma associação civil, sem fins lucrativos, que tem como seu objetivo padrão zelar pelo bom funcionamento do mercado onde se compram e vendem títulos e valores mobiliários, garantindo para que haja local ou sistema adequado para a realização das operações.

Ela mantém todas as atividades típicas de uma bolsa de valores desenvolvida como a listagem de companhias abertas e fundos; a negociação de ações, derivativos, títulos securitizados e outros valores mobiliários emitidos por companhias abertas e fundos de investimento; além das funções de auto-reguladora. Paralelamente a isso, ela desenvolve atividades como a difusão de cotações e notícias; produção de índices;

fornecimento de sistemas de *Back Office*; administração de redes de comunicação de dados e voz; entre outras; que representam funcionalidades um tanto incomuns a bolsas de mercados mais avançados, mas essenciais para alavancar a negociação em seus sistemas.

Seus membros são compreendidos por corretoras de valores e bancos que são donos de ao menos um título patrimonial e que devem possuir autorização da CVM e do BACEN (a lista completa das corretoras membros se encontra no Anexo 1 desta monografia). Até 31 de Julho, havia 758 títulos patrimoniais da BOVESPA no mercado que, pelo fechamento do mês, tinha valor de face de R\$1,112 milhão e que, em leilão após o comunicado de que a bolsa estaria se preparando para a realização de seu IPO, o valor destes títulos bateu recorde de valorização ao ser vendido por R\$2,4 milhões. Até o final de Julho os papéis da BOVESPA já haviam subido 16,1%, o que representa quase o dobro da variação do CDI que teve alta de 8,9% no mesmo período. A bolsa de Nova Iorque (NYSE) que abriu capital recentemente, teve aumento na cotação de seus títulos de três a quatro vezes o valor patrimonial.

A Assembléia Geral das Corretoras Membros é o órgão deliberativo máximo da BOVESPA. Esta assembléia reúne-se ordinariamente duas vezes ao ano, para deliberar sobre proposta orçamentária, aprovação das demonstrações financeiras do exercício anterior e para a eleição dos membros do Conselho de Administração. Ela já se decidiu pela realização da desmutualização e, para ajudar na preparação deste processo, foi contratado o banco de investimentos *Goldman Sachs*. O banco ficará responsável por prepará-la para sua abertura de capital, que deverá ocorrer em 2007, já que primeiramente, é preciso transformar a BOVESPA de uma associação sem fins lucrativos em uma empresa com bons resultados. Na edição do Valor 1000 de 2006, ela já figura em posições de destaque, apresentando o menor nível de endividamento, a 5ª maior margem líquida e o 5º melhor índice de liquidez corrente entre as mil maiores empresas avaliadas.

4.1.2 Estrutura de Negociação

Presente desde 1890, quando foi criada como entidade oficial corporativa vinculada à Secretaria de Finanças do Governo do Estado, composta por corretores nomeados pelo próprio poder público, em 1965/66, a bolsa passou a assumir uma característica institucional que mantém até hoje, como descrito anteriormente. No início

do ano 2000, foram assinados os acordos de integração que uniram as Bolsas de Valores de São Paulo, do Rio de Janeiro, de Minas - Espírito Santo - Brasília, do Extremo Sul, de Santos, da Bahia - Sergipe - Alagoas, de Pernambuco e Paraíba e, posteriormente, foram ainda incorporadas a Bolsa do Paraná (em 2005) e a Bolsa Regional (em 2006). Com essa configuração, a BOVESPA passou a cobrir 14 dos 27 estados brasileiros, os quais são responsáveis por 71% do PIB nacional.

Desta maneira, o mercado de valores mobiliários brasileiro passou a estar integrado e, toda negociação de ações está então concentrada na BOVESPA e é exclusivamente performada através de seu sistema eletrônico. As outras bolsas regionais continuam a prestar serviços às praças locais e mantêm suas atividades para desenvolvimento do mercado. Essa integração contribui para a geração de liquidez no mercado, o que ajuda a aumentar a representatividade da bolsa no mercado global, além é claro, dos ganhos com redução de custos para todo o mercado.

Desde 30 de Setembro de 2005, a bolsa deixou de ter pregão com viva voz, passando a ter todas as suas negociações realizadas por meio de sistemas eletrônicos. Estes sistemas são acessados pelas corretoras por terminais que se conectam à BOVESPA por uma rede de comunicação de alta velocidade. As negociações de ações, opções de ações e de índices e outros ativos de renda variável são realizadas através do sistema MEGA BOLSA. Por meio do sistema BOVESPA FIX são negociados debêntures, certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

A liquidação e custódia dos negócios realizados na BOVESPA são feitas pela CBLC que tem por objetivos principais registrar, controlar, compensar e garantir, através dos agentes de compensação, as operações nos mercados à vista, a termo, de opções e assemelhados da BOVESPA e de outros mercados e Bolsas, bem como prestar os serviços de custódia de títulos e valores mobiliários, transmitindo assim, segurança para os investidores em geral e, principalmente, para os estrangeiros. A agência inglesa de *rating* Thomas Murray declarou a câmara como uma das depositárias de valores mais seguras do mundo.

A BOVESPA ainda é responsável por desempenhar diversos serviços acessórios dentre os quais se destacam: o Sinacor (Integrado de Administração de Corretoras), o Multivendor (ferramenta de difusão, em tempo real, de notícias e cotações), o Sinal Broadcor (contém informações dos negócios realizados na BOVESPA), o Sinal de Informações (canal de dados que permite o recebimento das informações geradas pelos

emissores e mercados administrados pela BOVESPA), a Revista BOVESPA (publicação trimestral que circula no Brasil e no exterior, na versão em português), o Boletim Diário de Informações - BDI (publicação diária que fornece dados relacionados ao mercado financeiro), o SAf/iAN (serviço que armazena as informações enviadas à BOVESPA pelas empresas listadas - demonstrações financeiras, informações anuais, informações trimestrais), as séries históricas de cotações (oferece uma ampla fonte de informações históricas sobre os títulos negociados na BOVESPA desde 1986) e as séries históricas de índices (oferece dados históricos do Ibovespa desde 2/1/1968 e dos demais índices desde a data de lançamento).

A federação Ibero-americana de Bolsas (Fiab) possui um projeto de integração para os mercados latino-americanos com intuito de ampliar a negociação nos mercados locais, fortalecer os sistemas de intermediação de cada país e estimular a participação de investidores estrangeiros da região, contribuindo para a manutenção da poupança na própria região. Este projeto visa viabilizar a negociação de ativos listados em bolsas diferentes através do próprio sistema de intermediação local.

Um piloto deste projeto já se encontra em fase avançada de elaboração, onde se pretende realizar a integração entre a BOVESPA e a Bolsa Mexicana por meio da associação de uma corretora membro da BOVESPA e uma Corretora mexicana. Isso permitirá aos investidores brasileiros que negociem ações no México e vice-versa.

4.1.3 Estrutura de Auto-Regulação

Os poderes e deveres de regulador conferidos à BOVESPA por Lei e pela CVM exigem que a bolsa atue para garantir que haja transparência e a equidade nos negócios realizados e que todas as exigências impostas pela legislação sejam seguidas. Para isso, cabe a ela estabelecer normas e procedimentos, além de supervisionar seu cumprimento pelas empresas nela listadas, os negócios realizados, suas corretoras membros e os investidores. Na tabela 2 é possível conferir as atividades auto-reguladoras realizadas pela BOVESPA em 2005.

Tabela 2: Atividades de Auto-Regulação da BOVESPA em 2005

	Quantidade
Solicitações de esclarecimento às companhias	2.676
Suspensões de negociação de companhias listadas	78
Operações submetidas a leilão	30.388
Operações canceladas por decisão da BOVESPA	3.289
Operações canceladas por solicitação das corretoras	1.681
Análises de operações atípicas	53.005
Relatórios encaminhados à CVM	228
Auditorias de rotina em corretoras	37
Auditorias de controles internos em corretoras (Compliance)	72
Verificações específicas em corretoras (fundo de garantia e reclamação de clientes)	25
Auditorias internas	20

Fonte: BOVESPA

Em caso de descumprimento das normas e procedimentos estabelecidos pela bolsa ou das que é incumbida de fiscalizar, ela tem poder de aplicar penalidades ao infrator variando de acordo com o agente em questão. Essas penalidades podem variar entre advertências, multas, suspensão, exclusão e inabilitação para o exercício de certas funções na própria bolsa e nas corretoras.

Quando a infração ocorre no âmbito da negociação, infringindo normas legais e regulamentares ou consubstanciando práticas não equitativas, a BOVESPA pode impedir a concretização desta negociação. Caso haja suspeita de algum destes casos, fraudes ou manipulação, ela pode cancelar o negócio já realizado ou, solicitar a suspensão da liquidação da operação à entidade de compensação e liquidação.

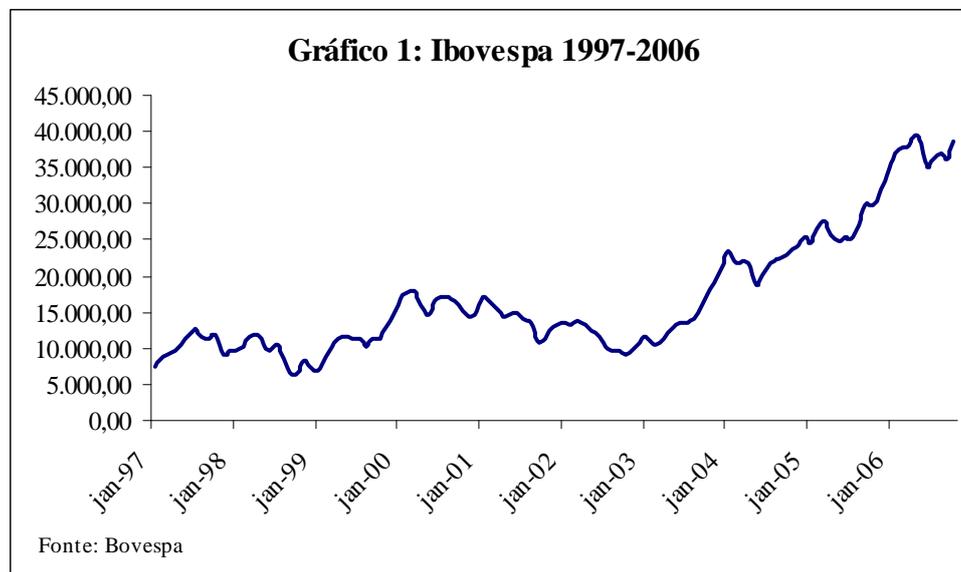
4.1.4 Fontes de Receita e Viabilidade financeira

A BOVESPA é uma instituição superavitária que, no ano de 2005, registrou um volume de negociação de R\$ 801,3 bilhões. Espera-se que em 2006, o nível financeiro das negociações atinja a marca dos R\$ 1,3 trilhões, obtendo um crescimento de aproximadamente 50%.

O gráfico abaixo demonstra o comportamento do índice BOVESPA (Ibovespa) desde janeiro de 1997 até outubro de 2006. Nesse período, o crescimento do índice foi de 408,93%, o que mostra a valorização das empresas brasileiras e a boa perspectiva de ganho para os investidores.

O Ibovespa é um índice composto por ações que representam mais de 80% do número de negociações e volume financeiro, buscando refletir o comportamento médio do mercado. Ele obteve uma média anual de 27.953 pontos base em 2005, tendo

fechado o ano em 33.455 pontos. Já no primeiro semestre de 2006, o índice possui uma média de 38.078 pontos, tendo como previsão fechar o ano com média de 39.133 pontos.



Atualmente, a BOVESPA dispõe de cerca de 750 empresas listadas para negociação em seu pregão, o que representa um crescimento de 1,9% em relação a 2005, após três anos consecutivos em que apresentou decréscimos deste número.

A principal fonte de receita operacional para uma bolsa são os emolumentos cobrados sobre as negociações em seus mercados. Só em 2005, a BOVESPA obteve R\$ 164,4 milhões provenientes desta taxa, o que representa 0,021% do volume financeiro total operado no ano.

Seguindo a receita com emolumentos, a segunda fonte de receitas para a bolsa são as anuidades pagas pelas companhias abertas listadas, que lhe renderam R\$ 16,7 milhões em 2005. Em média, a bolsa recebeu R\$ 1.884,6 por empresa ao mês.

Além disso, a bolsa possui suas receitas oriundas de serviços prestados, como processamento de dados e serviços de telefonia, além de outros serviços acessórios. Ela ainda detém receitas financeiras importantes, fruto da aplicação de recursos em ativos de alta liquidez e baixo risco.

A bolsa possui patrimônio líquido de R\$ 760,4 milhões e EBTIDA de R\$ 62,5 milhões. Com números como esses, a bolsa não deverá ter muitos problemas para se transformar em uma empresa lucrativa.

4.2 Diagnóstico BM&F

4.2.1 Organização

Fundada em julho de 1985, a BM&F, assim como a BOVESPA, é uma entidade civil sem fins lucrativos, cujos títulos patrimoniais pertencem a corretoras associadas, sendo os mercados por ela administrados regulamentados e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Seus títulos de sócios estão divididos em diversas categorias, variando de acordo com a função exercida pelo agente e seu meio de acesso aos sistemas da bolsa. Basicamente há três funções que um agente pode realizar: a intermediação das operações nos sistemas de negociação, seu registro que se dá nos sistemas de registro de operações e, a sua liquidação, que ocorre nos sistemas de compensação e liquidação (as câmaras de *clearing*) da BM&F.

As corretoras de mercadorias que forem detentoras do título patrimonial de Corretora de Mercadorias e estejam devidamente registradas na CVM e/ou no BACEN, podem operar, a seu favor ou de terceiros, no mercado de derivativos realizando a intermediação e o registro dos negócios nos sistemas da BM&F. Podem também haver os Operadores Especiais que, de posse de um título desta categoria, podem atuar nos sistemas de negociação da bolsa, sempre operando em nome próprio e nunca de terceiros. O outro título existente, sendo este não-patrimonial, refere-se a Operadores Especiais de Mercadorias Agrícolas, os quais têm autorização somente de atuar em mercados de commodities agropecuárias.

Há outros títulos não-patrimoniais de outras categorias de intermediários, com acesso a sistemas mais restritos da BM&F, como as Corretoras Especiais (podem registrar nos sistemas da bolsa operações realizadas no mercado de Balcão), Sócios DO (com direito de operação - realizam a intermediação e o registro das operações com ativos emitidos por instituições financeiras, títulos públicos e títulos de renda fixa).

O título patrimonial de Membros de Compensação legitima seus detentores à realização das atividades de compensação e liquidação de operações junto à *Clearing* de Derivativos. Para ser elegível à posse deste título, o agente deve ser um banco comercial, banco de investimento, banco múltiplo detentor de uma dessas duas carteiras ou sociedade corretora e distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Existem ainda mais dois outros tipos de títulos, o de Sócio Honorário, dado exclusivamente à BOVESPA na qualidade de instituidora da BM&F, e, o de Sócio Efetivo, criado para atrair importantes agentes, dando-lhes benefícios ou facilidades operacionais.

De acordo com o seu estatuto, o número de títulos patrimoniais é limitado a 2480, sendo 2000 títulos de Sócio Efetivo, 160 de Corretoras de Mercadorias, 120 de Membro de Compensação e 200 de Operador Especial. Em 31 de Dezembro de 2005, o quadro efetivo de associados consistia em 738 títulos patrimoniais, divididos entre 486 títulos de Sócio Efetivo, 83 de Corretoras de Mercadorias, 100 de Membro de Compensação e 69 de Operador Especial.

A BM&F ainda não se decidiu pela realização da desmutualização, como já fez a BOVESPA, mas, ela a considera uma possibilidade, tanto que, ela contratou o banco de investimentos *Rothschild* para estudar a viabilidade da realização deste processo. Em 31 de Setembro de 2006, o valor de seu título de Membro de Compensação correspondia a R\$ 4.279.005,06; os de Corretora de Mercadorias R\$ 4.224.159,18; e o de Operador Especial R\$ 1.151.456,06.

De acordo com o ranking produzido pela *Futures Industry Magazine* de Março/Abril 2006, a BM&F ficou com o quinto lugar entre as maiores bolsas de futuros do mundo em volume de contratos no período Janeiro-Dezembro de 2005. Já o *FIA Monthly Volume Reports* aponta a BM&F como sétima colocada dentre as maiores bolsas de commodities do mundo em volume de contratos, no mesmo período.

4.2.2 Estrutura de Negociação

A negociação se dá através de pregão de viva voz e sistemas eletrônicos, onde são negociados contratos referentes a ouro, índices, taxas de juros, taxas de câmbio, títulos da dívida externa e agropecuários (açúcar, álcool, algodão, boi gordo, bezerro, café, milho e soja). Além disso, ainda há negociações de balcão e os seus mais novos produtos, os minicontratos que visam popularizar o seu mercado, tornando os contratos menores e, conseqüentemente, com preços mais acessíveis ao pequeno investidor.

Quanto a seus sistemas eletrônicos de negociação, a BM&F dispõe de uma gama de diferentes sistemas que variam de acordo com o mercado operado. O sistema GTS (*Global Trading System*) é a principal plataforma pela qual são negociados todos os mercados de derivativos oferecidos na bolsa, sendo alguns exclusivos do sistema. O

sistema WebTrading BM&F (WTr) visa alcançar o mercado dos pequenos investidores que operam via internet os minicontratos oferecidos neste sistema. Outro sistema é o SISBEX, que disponibiliza um ambiente eletrônico para negociação de títulos públicos. Além destes principais, a BM&F dispõe de alguns outros sistemas como o Sistema de Registro de Operações do Mercado de Balcão, o Sistema de custódia e o Sistema de Registro de Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA).

A fim de manter o perfeito funcionamento de seus mercados, a BM&F, através das suas *clearings* de derivativos, câmbio e ativos, se responsabiliza pelo registro, compensação e liquidação das operações. Essas câmaras funcionam de forma como se transformassem no comprador para o vendedor e no vendedor para o comprador, com estruturas adequadas ao gerenciamento de risco de todos os participantes.

Com seus sistemas de liquidação de operações com derivativos, ativos e moedas estrangeiras, a BM&F tornou-se a principal *clearing* da América Latina, conseguindo economias de escala, custos competitivos e segurança operacional. Todas as três *clearings* são certificadas pela norma ISO 9001 e seus sistemas e mecanismos de atuação foram reconhecidos como equiparáveis aos adotados no mercado norte-americano pelo seu próprio órgão regulador, a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) em Julho de 2002.

4.2.3 Estrutura de Auto-Regulação

No âmbito do poder de auto-regulação concedido à BM&F pela CVM e BACEN, ela é incumbida da regulamentação e fiscalização das negociações e atividades de seus associados, aplicação de penalidades aos infratores das normas legais, regulamentares e operacionais, defesa de seus interesses e dos de seus associados perante as autoridades, resolução de questões operacionais, concessão de crédito operacional aos seus associados visando seus programas e objetivos; e por último, disseminar a cultura do mercado de derivativos no país, por meio de eventos educacionais, palestras e publicações.

Como descrito em seus Estatutos Sociais, a bolsa ainda se utiliza de um Juízo Arbitral para resolver quaisquer polemicas ou controvérsias advindas das operações nela realizadas ou registradas. Com esse sistema de Juízo Arbitral, as partes interessadas conseguem solucionar suas pendências, se beneficiando da rapidez, informalidade e baixo custo, comparados à Justiça comum.

Além disso tudo, visando agregar valor a sua marca e dar maior qualidade aos serviços prestados no seu mercado, a BM&F lançou no início deste ano de 2006 o Programa de Qualificação Operacional. Nele, os agentes de seu mercado devem seguir diversas práticas coletadas dentre as mais adotadas ao redor do mundo, a fim de melhorar gestão e controles de suas operações.

4.2.4 Fontes de Receita e Viabilidade Financeira

Em 2005, a BM&F registrou um volume financeiro de negociações ao redor dos R\$ 36,8 trilhões, obtendo um EBTIDA de R\$ 55,6 milhões e lucro líquido aproximado de R\$ 130 milhões. A previsão para 2006 é de um crescimento de 18%, atingindo o volume de R\$ 43,4 trilhões negociados, tendo sido alcançado até julho deste ano cerca de R\$ 25,3 trilhões.

Como ocorre com a BOVESPA, a sua principal fonte de recursos se dá através dos emolumentos. Em 2005 ela obteve receita da ordem de R\$ 245,4 milhões com esta taxa, o que corresponde a 0,000525% do volume financeiro total negociado.

Outras duas fontes de recursos usadas são as taxas de Registro e de Permanência, com as quais foi arrecadado, em 2005, R\$ 12,4 milhões e R\$ 10,6 milhões respectivamente. Em 2006, há expectativa de que essas receitas cresçam para R\$ 14,1 milhões e R\$ 12,7 milhões respectivamente. Além delas, a bolsa arrecada através da prestação de serviços acessórios que lhe rendem cerca de R\$ 18 milhões por ano. Assim como na BOVESPA, a BM&F possui receitas financeiras relevantes advindas de investimentos líquidos e de baixo risco.

A BM&F ainda obteve patrimônio líquido de R\$ 782,3 milhões em 2005, o que leva a crer que, como na BOVESPA, não haverá dificuldades financeiras para que a bolsa se transforme em uma empresa lucrativa.

4.3 Considerações a respeito da desmutualização no Brasil

Como já declarado, a BOVESPA já se decidiu pela realização do processo de desmutualização, enquanto que, na BM&F ainda não há expectativa para quando ele será realizado. Manuel Félix Cintra Neto, atual presidente da BM&F, declarou que este não é o foco atual da bolsa: “Se vamos fazer um IPO ou não, dentro de um ou dois anos, não importa. O que não podemos é admitir uma bolsa rica com corretores pobres”.

Com a globalização dos mercados, é essencial que as bolsas realizem a adequação de sua estrutura de tomada de decisão e governança. É crucial, neste cenário, garantir o acesso de novos corretores e investidores em escala crescente, além de atrair um volume cada vez maior de listagens. Raymundo Magliano Filho, presidente da BOVESPA, acredita que: “ao desvincular a propriedade do título da atividade de corretagem, a Bolsa vai aprofundar o processo de democratização que vem promovendo nos últimos anos, capilarizando o seu acesso pelo Brasil inteiro”.

Ainda não estão definidos os detalhes de como será realizado o processo, mas há a expectativa de que os títulos dos atuais sócios sejam transformados em ações e posteriormente listados no Novo Mercado.

Quanto aos possíveis impactos na atividade regulatória, pode-se dizer que, no Brasil, são pequenas as preocupações pelo fato das bolsas não possuírem um grau de autonomia muito alto. Além disso, no caso da BOVESPA, o processo vem sendo conduzido de maneira muito próximo à CVM e ao Conselho Monetário Nacional (CMN).

É possível também que seja seguido algum modelo internacional já realizado, como o adotado na Austrália, onde o órgão regulador local definiu regras específicas para a supervisão da bolsa, onde exigia um relatório anual das atividades de regulação carimbado por uma auditoria externa. Há um comitê interno responsável por solucionar conflitos que venham a aparecer e reportá-los ao regulador. Também foi implantado um controle que limita o percentual de ações às quais um indivíduo ou grupo de acionistas pode possuir.

Já houve uma manifestação do BACEN quanto à possibilidade de implantação de um limite à participação estrangeira no capital da BM&F. Cintra Neto afirmou acreditar que este limite a estrangeiros reflete a preocupação do governo em relação às *clearings* e seu papel fundamental como infra-estrutura do mercado. Mas isso ainda não foi nada decidido, já que isto é um assunto que ainda entrará em discussão entre o BACEN e o banco Rothschild.

Uma outra solução, adotada pela bolsa de Toronto no Canadá, é a separação das responsabilidades comerciais e reguladoras em duas empresas distintas. Na Malásia, houve uma divisão parecida com a de Toronto, mas em vez de separa em duas empresas, ela apenas separou em departamentos diferentes, mantendo todas as responsabilidades regulatórias praticamente inalteradas. Em Londres, o órgão regulador local rearranjou as responsabilidades, passando a deter a maior parte delas. Já em Hong

Kong, após a desmutualização, não cabia mais à bolsa a fiscalização sobre as corretoras e passou a dividir a avaliação de pedidos de listagem e supervisão das companhias já listadas com o regulador.

Em geral, ao final do processo, todas as bolsas de valores continuam a ser responsáveis por toda ou alguma função regulatória tradicionalmente respectiva a ela. Em todos os casos de bolsas que se auto-listaram tiveram arranjos especiais na sua fiscalização. Sendo assim, aumentou a fiscalização pela autoridade regulatória, especialmente nos casos em que houve a auto-listagem das bolsas.

Em um modelo desmutualizado, vale também destacar os possíveis ganhos de eficiência gerados através de alianças estratégicas com outras bolsas, podendo aliviar custos operacionais e reduzindo a pressão por corte de gastos com regulação e fomento. Pode-se citar como exemplo a união da bolsa de Nova Iorque (NYSE) com a Euronext (bolsas da França, Holanda, Portugal, Bélgica e a bolsa de futuros de Londres – Liffe), no qual a bolsa americana estima deixar de gastar US\$ 250 milhões por ano, reduzindo de seis para duas plataformas de negociação, de três redes diferentes para apenas uma e de dez *datacenters* para quatro.

A BOVESPA, como já descrito antes, está em estado avançado para um acordo deste tipo com a Bolsa do México, a segunda maior da América Latina. Magliano considera que essa é uma ótima oportunidade para desenvolver o mercado regional, ampliar a liquidez e, assim, consegue ainda preservar os mercados locais e a sua flexibilidade operacional.

Se, por um lado, a relação com bolsas estrangeiras pode trazer benefícios como estímulos a boa gestão das bolsas, ela também traz ameaças de desnacionalização, colocando em cheque os seus poderes de regulamentação. Magliano não acredita que isso traga muito perigo, pois tem confiança de que caso surja esta possibilidade, os acionistas e a própria sociedade serão capazes de realizar as medidas necessárias para a preservação da bolsa.

5. Conclusão

É fundamental estudar este fenômeno a fim de buscar as formas mais eficientes e seguras de se promover o desenvolvimento do mercado de capitais. No Brasil, este mercado vem tendo grandes avanços em seu desenvolvimento nos últimos anos e, é muito importante que mudanças na estrutura como esta proposta não tire confiança dos investidores. Portanto, é crucial a pesquisa, a fim de garantir uma transformação sem grandes perdas para a sociedade em geral, agregando valor sem deixar de oferecer serviços eficientes e de qualidade.

A tendência para desmutualização das Bolsas de Valores é um processo que se pode considerar irreversível e que decorre da alta competitividade e mudanças tecnológicas. Nesse cenário, Bolsas tradicionais ou não, necessitam se tornar mais eficientes, incluindo o processo de tomada de decisões e investimentos expressivos em novas tecnologias.

A desmutualização é uma oportunidade muito boa para trazer grandes benefícios ao mercado de capitais, elevando as bolsas a níveis de concorrência globais e, com isso, fazendo essencial sua busca por eficiência, sem perda de qualidade e segurança nos serviços por ela desempenhados. Certamente é um processo que se não for bem administrado pode gerar perdas associadas à regulação e, conseqüentemente, à confiança dos investidores quanto a esse mercado.

Só assim elas serão capazes de acompanhar o crescimento do mercado cada vez mais competitivo na busca pelo fluxo de ordens globais. A fusão das duas bolsas de Chicago (Bolsa Mercantil de Chicago – CME e Chicago Board of Trade – CBOT) formando a maior bolsa de derivativos do mundo é uma resposta a essa crescente concorrência internacional entre as bolsas. É necessária a atração de um volume cada vez maior de listagens e, garantir o acesso de novos corretores e investidores em escala crescente a fim de se manter a liquidez do seu mercado.

Mas, não se pode esquecer a regulação do mercado, que garante aos investidores eficiência e segurança na realização de seus investimentos. Com a popularização do mercado de ações, não só aumenta o número de participantes no mercado, mas também cresce a diversificação entre os tipos de investidores. Sendo assim, é necessária uma adaptação constante nos processos de acompanhamento e fiscalização dos negócios, além da intervenção frente à possibilidade do surgimento de conflitos de interesse.

Bibliografia

BM&F **Relatório Anual 2005**. Disponível em: <http://www.bmf.com.br/portal/pages/institucional1/Relatorio_anual/2004/relatorioanual2004.asp?y=2005&s=relatorio2005>.

Acesso em: 20 novembro 2006.

BOVESPA **Relatório Anual BOVESPA 2005**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 20 novembro 2006.

CAMERON, D. Bolsas de Chicago anunciam fusão e criam maior mercado de derivativos. **Valor Econômico**, São Paulo, 18 de outubro de 2006. Finanças p. C2.

HESSEL, C. G., Bolsas de Valores S.A. **Capital Aberto**, nº 35, p. 42-46, julho de 2006.

HUGHES, P. & ZARGAR, E. **Exchange Demutualization**. Working Paper, maio de 2006.

IOSCO **Exchange Demutualization in Emerging Markets**. Working Paper, abril de 2005.

———. **Issues Paper on Exchange Demutualization**. Working Paper, junho de 2001.

———. **Regulatory Issues Arising from Exchange Demutualization**. Working Paper, março de 2006.

———. **Regulatory Issues Arising from Exchange Demutualization, Responses to the Consultation Report**. Working Paper, junho de 2006

LEE, R. **Changing Market Structures, Demutualization and the Future of Securities Trading**. Working Paper, abril de 2006.

RESENHA BM&F. São Paulo: BM&F, nº 167, janeiro/abril de 2006. Trimestral.

SAHA, S. **Stock Exchange Demutualization and Self Regulation**. Working Paper, setembro de 2005.

SILVA, A. BOVESPA escolhe o Goldman Sachs para preparar abertura de capital. **Valor Econômico**, São Paulo, 17 de agosto de 2006.

SILVA, A. BM&F escolhe Rothschild. **Valor Econômico**, São Paulo.

SILVA, A. Desmutualização entra em estudo na BM&F. **Valor Econômico**, São Paulo.

STEIL, B. **Changes in Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences**. Working Paper, fevereiro de 2002.