

## **A Bolsa de Valores e o Novo Mercado**

### ***Stock Exchange and Novo Mercado***

Rafael Guarilha P. de Freitas  
LLM pela University of Pennsylvania Law School.  
Mestrando em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo –  
PUC-SP. Advogado em São Paulo.

**Área do Direito:** Mercado de Capitais, Societário.

**Resumo:** O objetivo deste trabalho é fornecer ao leitor uma compreensão a respeito da função, da estrutura e, sobretudo, da evolução das bolsas de valores no Brasil, o que culminou com a desmutualização da Bolsa de Valores de São Paulo, com a fusão desta com a Bolsa de Mercadorias e Futuros (por intermédio da qual surgiu a BM&FBOVESPA), e com a criação do Novo Mercado.

**Palavras-Chave:** Mercado de Capitais. Bolsa de Valores. Novo Mercado. Desmutualização.

**Abstract:** The purpose of the present article is to provide to the reader a comprehension regarding the function, the structure and the evolution of the stock exchange in Brazil, which resulted in the process of demutualization of the Stock Exchange of São Paulo, in the merge of the last with the Future and Commodities Exchange, as well as in the creation of the Novo Mercado, a listing segment that requires high corporate governance standards.

**Keywords:** Capital Markets. Public Offering. Underwriting Agreement. Securities Offerering. Liability

**Sumário:** 1. Bolsa de valores: origem e história em breves linhas: 1.1. Introdução. 1.2. Um breve histórico. 1.3. A origem das bolsas de valores no Brasil. 1.4. Os efeitos da Lei 4.728/1965. 1.5. As bolsas de valores no contexto da Lei 6.385/1976. - 2. O sistema da autorregulação: 2.1. Um breve histórico. 2.2. As vantagens do sistema de autorregulação - 3. A desmutualização das bolsas de valores: 3.1. Definição de desmutualização. 3.2. Pontos positivos e negativos da desmutualização. - 4. BM&FBOVESPA. 5. Novo Mercado. 5.1. O contexto de seu aparecimento. 5.2. As principais inovações do Novo Mercado. 5.3. O Novo Mercado e a dispersão acionária. 6. Conclusão.

## **A BOLSA DE VALORES E O NOVO MERCADO**

### **1. Bolsa de valores: origem e história em breves linhas**

#### *1.1. Introdução*

O mercado de capitais se constitui como uma das fontes mais efetivas de financiamento das grandes companhias. É por meio dele que se obtêm recursos provenientes da poupança popular para o desenvolvimento de projetos de desenvolvimento ou necessidades de caixa. O acesso a esses recursos ocorre por meio do mercado primário, que se define como o mercado por intermédio do qual se efetua a negociação de valores mobiliários oriundos de novas emissões diretamente entre a companhia emissora e os investidores. A função primordial do mercado primário de negociação de valores é possibilitar às companhias uma fonte de acesso a recursos mais baratos do que os que poderiam ser obtidos pela via dos empréstimos bancários.

Todavia, o mercado primário não se basta sozinho. É necessário um canal que permita que os investidores que adquiriram os valores mobiliários numa emissão primária da companhia possam vender esses recursos a terceiros. E quem desempenha essa função é o mercado secundário de negociação, que confere liquidez aos valores mobiliários emitidos no mercado primário, dando condições para que os investidores transmitam, entre si, os valores adquiridos.

E quem facilita as negociações no mercado secundário são organizações como as bolsas de valores e as entidades de mercado de balcão. Este trabalho se preocupará apenas com as bolsas. De forma geral, são duas as suas principais funções: “ a) fornecer o local ou sistema adequado para que seus membros possam efetivar transações envolvendo, geralmente, ativos financeiros, bem como estabelecendo sistemas de negociação que propiciem continuidade de preço e liquidez aos títulos; b) preservar elevados padrões éticos de negociação para os seus

membros, baixando normas, fiscalizando o seu cumprimento e aplicando as sanções cabíveis, no exercício de suas funções de entidades autorreguladoras.”<sup>1</sup>

Como se percebe, as funções das bolsas de valores se desdobram em duas: a primeira corresponde à sua função econômica de proporcionar a realização de negócios e a segunda se refere à sua atuação como uma organização autorreguladora, uma vez que exerce sobre os seus membros e sobre as operações realizadas em seu ambiente um poder de regulação e fiscalização.

Sempre foram intensas e nem sempre muito conclusivas as discussões sobre a natureza jurídica das atividades das bolsas de valores. Esse tópico será discutido mais a frente. Antes disso, é importante fornecer um delineamento sobre a evolução histórica das bolsas no Brasil. É do que tratarei no próximo ponto.

### *1.2. Um breve histórico*

Antes das bolsas de valores vieram os agentes intermediários, incumbidos da tarefa de negociar bens e valores. Ainda não havia uma instituição formal que os unisse, mas havia o interesse material pela conjugação da oferta e da demanda de um determinado produto. Geralmente, a composição dos interesses de compradores e vendedores acontecia em local e horários pré-determinados. As legislações mais vetustas regulavam as atividades dos agentes intermediários e não as atividades das bolsas<sup>2</sup>.

Os historiadores divergem quanto à exata origem das organizações locais que apresentavam o formato de bolsas de comércio. Há os que defendem que a origem dessas bolsas se deu entre os gregos, no chamado “emporium” e entre os romanos, no “collegium mercatorum”. De outra opinião são os autores que defendem que as bolsas são originárias das “longas” espanholas da idade média e das “loggie”

---

<sup>1</sup> WALD, Arnaldo; Eizirik, Nelson. *Regime Jurídicos das Bolsas de Valores e sua Autonomia Frente ao Estado*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, Ano XXV, No. 61, Janeiro-Março/1986, p. 5.

<sup>2</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos. *Natureza Jurídica das Atividades das Bolsas de Valores*. In WALD, Arnaldo (Org.). *Doutrinas Essenciais Direito Empresarial*. Volume VIII. Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 89-90.

italianas. De todo modo, o que se sabe é que a primeira bolsa de caráter internacional foi fundada em Antuérpia, em 1531<sup>3</sup>.

Entretanto, a bolsa de valores, em sua configuração moderna, foi inaugurada com a Bolsa de Valores de Londres (“Stock Exchange”), de 1773, que já apresentava características tipicamente corporativas.

O desenvolvimento efetivo das bolsas de valores apenas ocorreu com a consagração das sociedades anônimas como um dos principais veículos econômicos de captação de capitais, o que veio a ocorrer durante a revolução industrial dos séculos XXVIII e XIX, iniciada no Reino Unido e rapidamente espalhada para os Estados Unidos e para a Europa Ocidental. E foi a partir do século XIX que a sociedade anônima passou a ser largamente utilizada, período em que ocorreu a passagem do sistema de outorga<sup>4</sup> e autorização<sup>5</sup> para o sistema de regulamentação, no qual a prévia autorização governamental para o funcionamento de uma sociedade anônima deixou de ser obrigatória<sup>6</sup>.

Historicamente, o que se verifica é que as bolsas de valores sempre se formaram seguindo dois sistemas distintos: o liberal e o restritivo. No primeiro, como se intui, os governos permitem que as bolsas sejam criadas livremente por qualquer pessoa com capacidade jurídica. No segundo sistema, os governos só permitem que sejam criadas diretamente ou mediante autorização. Como exemplo de sistemas liberais, tem-se Inglaterra, Holanda e Irlanda, onde a autorregulação exercida pelas bolsas funda-se numa base contratual e associativa, sendo mínima a intervenção estatal<sup>7</sup>.

Oscar Barreto Filho distinguia duas classes de bolsas valores, em linha com os sistemas citados acima. Defendia que existiam as classes oficiais e privadas.

---

<sup>3</sup> FILHO, Oscar Barreto. “*Natureza Jurídica das Bôlsas de Valores, no Direito Brasileiro*”. In. WALD, Arnoldo (Org.). *Doutrinas Essenciais Direito Empresarial*. Volume VIII. Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 945

<sup>4</sup> A outorga para a constituição de uma sociedade anônima ocorria por meio de um ato legislativo especial, que se consubstanciava numa carta que continha a fonte dos seus privilégios e obrigações.

<sup>5</sup> Com o Código Comercial Francês de 1807, o sistema da carta individual para cada companhia foi substituído pelo sistema da autorização, de caráter administrativo.

<sup>6</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. “*Curso de Direito Comercial, volume II: direito de empresa*”. 15 ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 84.

<sup>7</sup> WALD, Arnoldo; Eizirik, Nelson. op. cit. p. 7.

“As bolsas oficiais são aquelas cuja constituição e funcionamento estão submetidas à aprovação estatal”. A Bolsa de Paris, por exemplo, foi criada por decreto de 24 de setembro de 1724. Por outro lado, bolsas privadas ou livres “são aquelas criadas independentemente de ato estatal e mantidas por pessoas jurídicas de direito privado, sociedades civis ou comerciais. A Bolsa de Valores de Londres, na classificação do citado doutrinador, seria uma bolsa privada<sup>8</sup>.

As formas de criação das bolsas foram descritas por Ary Oswaldo Mattos Filho, que afirma que as bolsas podem nascer: a) por vontade de seus membros fundadores, sem que exista qualquer restrição ou intervenção legal para a sua criação; b) por vontade dos seus criadores, sendo necessária a obtenção da autorização prévia de funcionamento outorgada pelo Estado; c) mediante prévia autorização da lei, mas sendo a atividade exercida de maneira privada; d) como atividade exercida diretamente pelo Estado, quer através da administração direta, quer através da administração indireta; e) como atividade privada exercida através de concessão outorgada pelo Estado, uma vez que, neste caso, tal função lhe compete originariamente<sup>9</sup>.

Dentre os modelos de constituição possíveis, o que adota o sistema de autorização administrativa do Estado é sem dúvida o mais popular. Neste caso, as bolsas são formadas livremente por seus associados, mas o seu funcionamento fica condicionado à prévia autorização do Estado, ficando este, na forma da lei, responsável por sua fiscalização. Foi este o modelo adotado pelos Estados Unidos a partir da vigência do *Securities Exchange Act* de 1933, que disciplinou o mercado primário de títulos e do *Securities Exchange Act* de 1934, que estabeleceu o ordenamento do mercado secundário de títulos. Antes disso, o mercado de capitais americano não estava sujeito a nenhuma regulamentação governamental, de forma que as bolsas de valores exerciam autoridade única e isolada sobre os seus membros, no caso as sociedades corretoras<sup>10</sup>. Com o advento das referidas legislações, foram delegados alguns poderes regulatórios às bolsas, que passaram então a exercer a autorregulação por imposição legal.

---

<sup>8</sup> FILHO, Oscar Barreto. op. cit. p. 948.

<sup>9</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos. op. cit. p. 91.

<sup>10</sup> WALD, Arnoldo; Eizirik, Nelson. op. cit. p. 8.

De modo geral, as bolsas ao redor do mundo sempre tiveram uma natureza eminentemente privada e corporativa e isso se explica pelo fato de que, na maioria dos casos, a existência de fato dessas organizações precede a existência legislativa ou oficial. A principal diferença que se identifica entre uma e outra se relaciona com o grau de autonomia frente ao Estado.

Como veremos a seguir, o mercado de valores mobiliários no Brasil, em sua origem, se assemelhava muito com o de Paris. Isso veio a mudar com a edição da Lei n.º 4.728/1965, quando houve uma nítida aproximação com o modelo de mercado americano. As origens do mercado de capitais nacional ocuparão as próximas linhas.

### *1.3. A origem das bolsas de valores no Brasil*

Desde o início do século XIX já se exercia a corretagem não regulamentada no Rio de Janeiro, geralmente por indivíduos estrangeiros, situação que perdurou até a metade daquele século, quando foi editado o decreto 648, de 10 de novembro de 1849, que passou a regular a profissão de corretor. Este decreto não empregava a palavra bolsa, assim também como não o fazia o Código Comercial de 1850, que se referia apenas à Praça do Comércio, sendo esta definida pelo referido diploma como o local e reunião dos comerciantes, capitães e mestres-de-navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio<sup>11</sup>. Em 1851, é publicado novo decreto dispendo sobre o exercício da profissão de corretor (Decreto 806, de 26.07.1851).

A primeira entidade a funcionar como intermediária entre o corretor e o governo foi a Junta dos Corretores, constituída em 1848, à qual se atribuía funções de fiscalizar os corretores e que pode ser considerada como o embrião da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Esta Junta era eleita por corretores representantes de três classes distintas: títulos públicos, navios e mercadorias. A Junta, que era subordinada ao Ministério da Fazenda, mais tarde veio a ser substituída pela Câmara Mercantil, quando conquistou uma maior autonomia.

---

<sup>11</sup> FILHO, Oscar Barreto. op. cit. p. 948-949.

A normatização a respeito da atividade de corretagem passou a se desenvolver a partir dos anos 1890. Em 1897, foi promulgado o Decreto 2.475, que representou a principal legislação sobre os corretores e consolidou a legislação anteriormente em vigor. O decreto em questão manteve o caráter de ofício público para o cargo de corretor de fundos públicos e o seu exercício ficou condicionado à expedição de patente governamental. Um pouco antes disso, em 1895, foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, que em 1935, passou a ser conhecida como Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, momento em que se transformou num instituto semi-autônomo, subordinado ao Secretário da Fazenda do Estado<sup>12</sup>.

Depois disso, a primeira modificação legislativa relevante a ocorrer foi introduzida por meio da Lei 2.146, de 29.12.1953, a qual tratou as bolsas como órgãos auxiliares do Poder Público, mas sem personalidade jurídica. À elas foi concedida a função de fiscalizar o lançamento dos valores mobiliários quando subscritos pelo público. Parece ter partido desta norma o hoje vigente parágrafo único do artigo 17 da Lei 6.385/76, cujo texto dispõe que “Às Bolsa de Valores incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações nela realizadas”<sup>13</sup>.

Pode se afirmar que na aqui nomeada primeira fase das bolsas no Brasil, a estrutura de seu funcionamento sofreu uma enorme influência do modelo adotado pela França: os corretores eram pessoas físicas e garantiam as operações nas quais funcionavam. As transações de câmbio eram monopolizadas pelos corretores e as taxas de operação eram fixas. Essa situação veio a mudar com a ampla reforma no setor promovida pela legislação da década de 1960. É o que será discutido doravante.

#### *1.4. Os efeitos da Lei 4.728/1965*

Como fruto da necessidade de modernização dos mercados de capitais e financeiros no país, foram editadas as Leis 4.595/1964 e 4.728/1965. A nós interessa

---

<sup>12</sup> EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. Ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 243.

<sup>13</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos. op. cit. p. 102.

a segunda, à qual coube a tarefa de regulamentar o mercado de capitais e suas atividades. Uma das medidas de maior relevo foi retirar do âmbito de competência das bolsas de valores as operações de títulos governamentais e de câmbio, de modo que as referidas entidades ficaram com seu campo de atuação limitado às operações com valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. Ademais, suspendeu-se o caráter vitalício da função de corretor e foram extintas as Juntas dos Corretores dos Fundos Públicos. Foi então que surgiram as sociedades corretoras, que podiam ser constituídas como sociedades anônimas ou limitadas. Tendo em vista as modalidades de negócios e o sistema de autorregulação implementados pela Lei 4.728/1964, em conjunto com a Resolução 39/66, do Conselho Monetário Nacional, a estrutura das bolsas tornou-se muito semelhante à estrutura que passou a vigor nos Estados Unidos após a edição do *Securities Exchange Act* de 1934.

A Lei 4.728/1965, ao contrário da legislação anterior – Lei 2.146/1953 – , não considerou as bolsas de valores como órgãos auxiliares dos poderes públicos. O que diz o seu artigo 6º é que elas dispõem de autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operam sob a supervisão do Banco Central, conforme a regulamentação a ser expedida pelo Conselho Monetário Nacional.

Arnoldo Wald e Nelson Eizirik festejaram o caminho seguido pela nova legislação no sentido de não considerar as bolsas como órgãos auxiliares dos poderes públicos<sup>14</sup>. E fundamentaram seus argumentos na posição de Pontes de Miranda, para quem a intervenção do Estado na criação das Bolsas e na edição de regras jurídicas a respeito de seu funcionamento e de suas atribuições de modo algum as tornava órgãos de direito público. O célebre doutrinador afirmava que bolsa não é autarquia, muito menos instituição paraestatal<sup>15</sup>.

O Conselho Monetário Nacional, com base em sua competência de órgão regulador, baixou a Resolução n.º 39/66, a qual, em seu artigo 1º, definiu as Bolsas

---

<sup>14</sup> WALD, Arnoldo; Eizirik, Nelson. op. cit. p. 14.

<sup>15</sup> MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. São Paulo, Ed. RT, 1984, 3ª ed., 2ª reimpressão, t. XLIII, § 4.745, 1894, pp. 420-421, In: Wald, Arnoldo; Eizirik, Nelson. op. cit. p. 14.

de Valores como associações civis, sem finalidade lucrativa. Enfim, a natureza jurídica das bolsas ficou expressamente estabelecida no sistema legal brasileiro<sup>16</sup>.

#### 1.5. *As bolsas de valores no contexto da Lei 6.385/1976*

As transformações pelas quais a economia nacional vinha passando no final dos anos 1960 e início dos anos 1970 trouxe o consenso de que o mercado primário precisava ser revitalizado e que era o momento de se pensar numa reforma estrutural das regras aplicáveis às sociedades anônimas brasileiras. A responsabilidade pela elaboração do Anteprojeto sobre as companhias coube a Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. O trabalho desses juristas foi submetido à intensa discussão e o seu texto final ganhou corpo no Projeto de Lei n.º 2.559/76<sup>17</sup>. Depois de aprovado, este projeto transformou-se na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que passou a ser um diploma de larga utilização na esfera econômica do Brasil.

O Anteprojeto de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira também resultou na criação da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, medida que tinha, da mesma forma, o escopo de modernizar o mercado de capitais. Foi por meio dessa lei que se criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e se disciplinou o mercado de valores mobiliários. No sistema estabelecido pela Lei n.º 6.385/1976, os poderes autorregulatórios atribuídos às bolsas são provenientes de expressa previsão legal, ficando o exercício de tais poderes, entretanto, submetido à supervisão da CVM. É bom que se diga que a supervisão exercida pela CVM sobre as bolsas não compromete a autonomia de que gozam as últimas. Esta supervisão deve abranger somente a orientação e a verificação, por parte da entidade supervisora, do

---

<sup>16</sup> WALD, Arnaldo; Eizirik, Nelson. op. cit. p. 14.

<sup>17</sup> O objetivo da propositura do Projeto Lei das Sociedades por Ações está estampado no item 4 da Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda: “O Projeto visa, basicamente, a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.”

cumprimento dos objetivos da entidade supervisionada<sup>18</sup>. Na Lei 6.385/1976, não existe nenhuma abertura que possibilite a limitação, pela CVM, da competência autorreguladora da bolsa de valores. Ademais, já foi reconhecido pela própria CVM que a autorregulação do mercado de capitais não representa uma questão de princípios, mas sim uma imposição legal<sup>19</sup>.

Assim, por conta da condição que ostentam de associações civis, as bolsas desfrutam de autonomia administrativa, financeira e patrimonial, sendo, ao mesmo tempo, órgãos auxiliares da CVM no que diz respeito à fiscalização de seus associados nas operações nelas realizadas ou a elas subordinadas, nos termos do artigo 17, parágrafo único, da Lei 6.385/76. Ou seja, enquanto entidades autorreguladoras, as Bolsas de Valores estão sujeitas à supervisão exercida pela CVM, detendo, por outro lado, plena autonomia administrativa, financeira e patrimonial quando tratam dos seus próprios interesses como associações civis que são, conforme determinação legal<sup>20</sup>. Quanto ao papel das bolsas de auxiliares da CVM, elas podem ser consideradas como órgãos auxiliares apenas no que se refere ao exercício do poder de polícia frente aos seus associados<sup>21</sup>.

A questão foi bem resumida por Ary Oswaldo Mattos Filho, quando assevera: “as Bolsas de Valores são soberanas para contratar e demitir seus colaboradores, eleger os seus conselheiros, comprar e alienar patrimônio; enfim, atos de gestão interna que produzam efeitos internos. De outro lado, as regras de relacionamento da associação civil com os intermediários, comitentes e sociedades emitentes de valores mobiliários que dela se utilizam são suscetíveis de revisão pela autoridade governamental competente”<sup>22</sup>.

## **2. O sistema de autorregulação**

### *2.1. Um breve histórico*

---

<sup>18</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 212-213.

<sup>19</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 213.

<sup>20</sup> WALD, Arnaldo; EIZIRIK, Nelson. op. cit. p. 18.

<sup>21</sup> WALD, Arnaldo; EIZIRIK, Nelson. op. cit. p. 19.

<sup>22</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos. op. cit. p. 109.

As bolsas de valores, em sua configuração mais moderna, sempre se caracterizaram pela reunião de comerciantes de títulos que, no decorrer de suas práticas de negociações, estabeleciam determinadas regras de comportamento e de autoproteção do grupo contra eventuais concorrentes externos. Ou seja, era uma forma de regulação do mercado condicionada ao modo voluntário de sua implementação. “Os membros de determinada corporação criavam, voluntariamente, convênios reguladores de mercado, monopólios voluntários e cartéis de preços entre si, com vistas a uma autoproteção, bem como à preservação de padrões de conduta compatíveis com o desenvolvimento de negócios”<sup>23</sup>.

Essa antiga noção de autorregulação origina das “cidades-livres” dos Séculos XI e XII, donde se identificou os primeiros sinais de insurreição contra o sistema feudal. As fraternidades, conhecidas como “irmandades” nas cidades latinas e grêmios ou “guildas” nas cidades alemãs, constituíam as organizações centrais das cidades livres. Podiam ser vistas inúmeras características de uma corporação profissional nessas fraternidades, incluindo-se medidas de autoproteção do grupo, sobretudo contra as guerras entre os senhores feudais. A criação de uma cidade livre se condicionava à concessão de uma outorga pelo senhor feudal, que vendia proteção aos comerciantes. Essas cidades desfrutavam de autonomia e tinham uma regra jurídica própria, com princípios e regras distintos do Direito vigente no país<sup>24</sup>.

Assim, o que se tinha era um sistema jurídico paralelo ao direito feudal, cujo principal objetivo era regular as atividades das corporações profissionais, permitindo o desenvolvimento de uma burguesia mercantil. As feiras, que representavam o principal evento comercial, sofriam uma mínima intervenção dos senhores feudais, e eram reguladas quase que exclusivamente pelos comerciantes, que estabeleciam os preços, asseguravam a autoproteção do grupo, e ditavam outras práticas de comércio<sup>25</sup>.

## 2.2. *As vantagens do sistema de autorregulação*

---

<sup>23</sup> WALD, Arnaldo; Eizirik, Nelson. op. cit. p. 6.

<sup>24</sup> WALD, Arnaldo; Eizirik, Nelson. op. cit. p. 6.

<sup>25</sup> WALD, Arnaldo; EIZIRIK, Nelson. op. cit. p. 6.

É consenso no mercado, mormente por conta da experiência internacional, que o sistema de autorregulação é a forma mais eficaz de controle das atividades desenvolvidas pelas instituições intermediárias no âmbito do mercado de valores mobiliários. Há um reconhecimento, tanto por parte da doutrina especializada, quanto por parte dos praticantes, de que as normas internas às quais os membros das bolsas devem se submeter (sempre voluntariamente, é bom frisar) são mais eficazes do que aquelas provenientes do Poder Público.

E essa maior eficácia se justifica por um motivo intuitivo. Como as regras são criadas pelos próprios membros do mercado, com fundamento na experiência adquirida na prática de negócios, são sempre maiores as chances de que tais regras sejam mais adequadas ao desenvolvimento do mercado, visto que podem ser flexíveis e de fácil adaptação às mudanças.

A mesma eficiência não se teria se a fiscalização do mercado de capitais ficasse a cargo do governo, o que burocratizaria demasiadamente o exercício da atividade regulatória, sobretudo em razão do desconhecimento por parte de funcionários de entidades governamentais dos problemas diários existentes na prática de negócios.

### 2.3. *As desvantagens da autorregulação*

A estrutura de autorregulação apresenta inúmeras vantagens, é inquestionável. Mas isso não significa que ela seja perfeita. Um dos maiores problemas que se identifica no sistema autorregulatório é o conflito de interesses entre, de um lado, os reguladores das bolsas e, de outro, as operações comerciais de seus membros e da própria bolsa. Isso porque, como no sistema tradicional os corretores (que muitas vezes são os destinatários das regras de regulação) funcionam praticamente como os donos da bolsa e responsáveis pela maior parte das decisões que são tomadas, as regras regulatórias podem ser influenciadas pelo poder que exercem, tornando-se menos rigorosas e com uma força punitiva e fiscalizadora menor do que deveriam ter.

Ademais, não é sempre que haverá um alinhamento entre os interesses das bolsas e os interesses próprios dos corretores. A título de exemplo, vale citar a informatização do sistema operacional de negociação das bolsas, cuja principal função é tornar os negócios mais rápidos e seguros e reduzir os custos de corretagem: nesse caso, pode haver conflito entre o interesse da bolsa de aumentar o volume de negociação e o interesse das corretoras de maximizarem receita e lucro<sup>26</sup>.

Além disso, o poder autorregulatório pode também conflitar com os interesses comerciais da própria bolsa, já que ela tem o desconfortável dever de fiscalizar e aplicar sanções contra os seus próprios clientes, que lhe geram receitas por conta das operações realizadas em seu sistema de negociação. Tal circunstância pode ocasionar em perda de eficiência das funções regulatórias, visto que o regulador pode sentir-se pressionado a não adotar medidas que possam, de alguma forma, diminuir o volume de negócios e, conseqüentemente, a receita da bolsa.

E nos últimos anos, com o forte impulso da globalização, aumentou consideravelmente a competição internacional entre as bolsas de valores, fato que agravou ainda mais o conflito comercial acima mencionado. Isso se explica pela maior facilidade que investidores e corretores passaram a ter para mudar os seus investimentos para outros mercados, caso uma medida da bolsa, no exercício de seu poder de polícia, fosse contrária aos seus interesses.

Um forte movimento ao redor do mundo tem acontecido, nos últimos 20 anos, para aprimorar o exercício das atividades reguladoras das bolsas de valores e de mercadorias e futuros e reduzir os casos de conflitos de interesses. Dentre as principais medidas, estão (i) a desmutualização; (ii) a separação das atividades comerciais das atividades regulatórias; e (iii) a exigência de indicação de membros independentes para os seus conselhos de administração.

### **3. A desmutualização das bolsas de valores**

---

<sup>26</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 215.

### 3.1. Definição de desmutualização

Como visto, no sistema tradicional, a bolsa podia ser definida como uma associação civil de direito privado, sem fim lucrativo, constituída por sociedades corretoras de valores mobiliários<sup>27</sup>. Os membros da bolsa, no caso os corretores, eram os verdadeiros “donos”, uma vez que detinham os direitos de negociação, a totalidade dos títulos emitidos pela bolsa e, ainda, o poder de decisão relativo à condução dos negócios da entidade<sup>28</sup>.

Entretanto, a concorrência no mercado de organização e administração de trocas econômicas de valores mobiliários levou as bolsas a reestruturarem sua forma de organização jurídico-econômico. O incremento dessa concorrência muito se deve à globalização e ao desenvolvimento de novas tecnologias, que revolucionaram a estrutura tradicional de negociação. O famoso pregão foi substituído por transações eletrônicas, o que eliminou o entrave das distâncias entre investidores e os locais físicos de negociação. E a globalização proporcionou uma integração dos mercados financeiros nunca antes vista, colocando um ponto final no monopólio que as bolsas nacionais detinham sobre os mercados nos quais estavam inseridas<sup>29</sup>.

Assim, a partir da década de 1990, houve um intenso movimento de transformação da bolsa-associação em bolsa-empresa. Ou seja, as associações de corretores membros passaram a ser convertidas em sociedade empresariais, constituídas sob a forma de sociedades anônimas e com a finalidade do lucro. A este processo de transformação de associações integradas exclusivamente pelos membros registrados nas bolsas para estruturas corporativas com capital detido por acionistas dá-se o nome de desmutualização<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. op. cit. p. 97.

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 217.

<sup>29</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 219.

<sup>30</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 217.

A título ilustrativo, vale dizer que o processo de desmutualização é constituído de etapas distintas: na primeira delas, aos membros da bolsa são atribuídas ações por ela emitidas; numa segunda etapa, a bolsa realiza a abertura de seu capital, ofertando as suas ações na bolsa de valores, de maneira que há uma transferência do poder decisório aos acionistas.

A primeira bolsa de valores a se organizar sob a forma de sociedade anônima e a emitir e distribuir publicamente suas ações foi a Bolsa de Valores de Estocolmo. A partir de então, as maiores e mais importantes bolsas do mundo iniciaram o processo de adesão à desmutualização.

Mesmo tendo iniciado na década de 1990, a desmutualização só chegou aos Estados Unidos em 2002, mais precisamente na Chicago Mercantile Exchange. Em seguida, seguiram a mesma direção a NASDAQ e, em 2006, a New York Stock Exchange (NYSE).

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo concluiu o processo de transformação em sociedade anônima e oferta pública de suas ações em 2007, mesmo ano em que a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) também promoveu a sua desmutualização.

E resumo, pode ser dito que a desmutualização foi o caminho encontrado pelas bolsas para se modernizarem e flexibilizarem as suas estruturas organizacionais e operacionais. O objetivo, com isso, era atrair um volume maior de negócios aos seus respectivos recintos e, conseqüentemente, de fazer frente à crescente competição no mercado internacional.

### 3.2. *Pontos positivos e negativos da desmutualização*

Em vista da acirrada competição por investidores decorrente do processo de globalização das economias mundiais, as bolsas passaram a necessitar de injeções mais altas de capital para investimento em sua estrutura, de modo a terem condições de fazer frente à elevada concorrência. Na estrutura organizacional tradicional, não era tão simples o sistema de captação de recursos, uma vez que ficava restrito aos

aportes de capital realizados por seus proprietários. Essa limitação não existe em companhias listadas, que podem sempre emitir novos valores mobiliários no mercado caso necessitem de recursos adicionais. Dessa forma, as bolsas que aderiram à desmutualização, e, principalmente, aquelas que se tornaram companhias abertas, possuem uma vantagem na atração de recursos para o desenvolvimento de suas atividades.

Um outro benefício associado à desmutualização se relaciona com a possibilidade de que se promovam combinações de negócios entre as bolsas organizadas sob a forma de sociedades anônimas, permitindo que mercado e clientes sejam agregados, a prestação de serviços seja otimizada, custos sejam reduzidos e novos clientes sejam conquistados<sup>31</sup>.

No entanto, o ponto mais positivo da desmutualização reside na busca da redução do conflito de interesses inerente às atividades bolsísticas. Quando a abertura de capital sucede a desmutualização, ocorre a separação do poder político dos direitos de negociação detidos pelas sociedades corretoras. Na sociedade anônima, o controle é detido por acionistas, deixando os corretores de terem um poder de influência relevante na gestão dos negócios da bolsa. Há, portanto, nesse processo, a desvinculação do poder decisório nas bolsas dos interesses dos corretores.

Porém, apesar dos evidentes benefícios trazidos pela desmutualização, existem também alguns pontos negativos que devem ser observados, e que demonstram que as hipóteses de conflito de interesses não foram inteiramente extintas. Como consequência da abertura de capital das bolsas, estas passaram a ocupar, ao mesmo tempo, a condição de reguladas e reguladoras, situação que pode ser fonte de alguns problemas. Segundo Walfrido Jorge Warde Jr., “o controlador não é movido pelo mesmo espírito de cooperação que caracteriza os tipos associativos predominantes nas bolsas do passado, e, bem por isso, estará

---

<sup>31</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 220.

provavelmente menos disposto a se sujeitar à autorregulação, em especial à autorregulação que obstaculize a plena satisfação de seus interesses”<sup>32</sup>.

Há quem veja na pressão por lucros, inerente à qualquer sociedade anônima, uma certa incompatibilidade com o exercício de uma função regulatória eficiente. Isso porque, poderia sempre haver a manipulação da atividade regulatória em benefício da maximização dos lucros das bolsas. Entretanto, considerando o ambiente de alta competitividade em que as bolsas operam nos dias atuais, uma regulação ineficiente poderia representar a migração de clientes e investidores para outros mercados e a consequente redução do seu volume de negócios.

#### **4. A BM&FBOVESPA**

Em 1967, a antes denominada Bolsa Oficial de Valores de São Paulo passou a ser chamada de Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), momento em que deixou de ser subordinada ao Secretário de Estado da Fazenda do Estado para se transformar numa associação civil sem fins lucrativos, com autonomia financeira, administrativa e patrimonial.

O processo de integração das bolsas de valores no Brasil teve início nos anos 2000, o que levou a Bovespa a concentrar toda a negociação de ações no país. Um pouco mais tarde, mais precisamente em setembro de 2007, foi implementado o processo de desmutualização das bolsas<sup>33</sup>. Logo após, foi concluída a operação de abertura de capital da Bovespa Holding S.A., sociedade controladora da Bolsa de Valores de São Paulo S.A. (BVSP), responsável pelo exercício das atividades econômicas bolsísticas, e da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

---

<sup>32</sup> WARDE JR, Walfrido Jorge. *A desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Editora Malheiros, No. 144, out/dez.2006, p. 134.

<sup>33</sup> Em decorrência desse processo, as atividades econômicas exercidas pelas Bovespa foram transferidas para uma sociedade denominada Bolsa de Valores de São Paulo S.A. (“BVSP”). Os antigos associados da Bovespa receberam, em substituição aos títulos patrimoniais por eles detidos, ações de emissão da Bovespa Holding S.A. (“Bovespa Holding”), a qual, por sua vez, detém a totalidade do capital social da BVSP e da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). Por outro lado, as atividades de autorregulação das operações e dos participantes dos mercados administrados pela Bovespa, que anteriormente eram exercidas pela própria bolsa, passaram a ser de responsabilidade da Bovespa Supervisão de Mercados, associação sem fins lucrativos que tem como associados a BVSP e a CBLC (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 240).

(CBLC). A atividade de autorregulação, por sua vez, ficou a cargo da Bovespa Supervisão de Mercados, associação sem fins lucrativos cujos únicos associados são a BVSP e a CBLC.

Por processo semelhante passou a Bolsa Mercantil e Futuros (BM&F), que já concentrava as negociações com derivativos no Brasil. Também no ano de 2007, houve a desmutualização da BM&F, que, depois da abertura de seu capital, listou as suas ações no Novo Mercado da Bovespa. Esses procedimentos de desmutualização permitiram que houvesse a reunião de ambas as bolsas numa única estrutura acionária. Assim, a operação de reestruturação societária que resultou na “fusão” da Bovespa com a BM&F foi aprovada pelas referidas companhias em fevereiro de 2008.

Por meio de operação de reorganização societária, os acionistas da Bovespa e da BM&F migraram para uma companhia constituída especialmente para tal finalidade, denominada BM&FBOVESPA<sup>34</sup>. Para ser conciso, é importante mencionar as três principais vantagens provenientes da criação da BM&FBOVESPA: a primeira delas se relaciona com a obtenção de sinergias de custos e de receitas com potencial de racionalização nas despesas combinadas das duas bolsas; a segunda vantagem diz respeito à adoção de uma estrutura integrada mais eficiente, propiciando o desenvolvimento de novos produtos e serviços, situação que pode incrementar o volume de negociação nos mercados; por fim, a união da BOVESPA e da BM&F fortalece a posição das bolsas nacionais no processo de consolidação do mercado internacional<sup>35</sup>.

Ultimada a desmutualização da Bovespa, a abertura de seu capital e a sua união societária com a BM&F, surgiu a BM&FBOVESPA, que nos dias de hoje, tem as suas atividades segregadas em dois segmentos distintos: o primeiro segmento,

---

<sup>34</sup> As etapas da operação de reorganização societária foram as seguintes: (i) incorporação da BM&F S.A. pela BM&FBOVESPA, com a extinção da primeira; e (ii) a incorporação das ações de emissão da Bovespa Holding ao patrimônio da BM&FBOVESPA, tornando-se aquela subsidiária integral desta. Por conta dessas operações, os acionistas da BM&F S.A. e da Bovespa Holding receberam ações ordinárias de emissão da BM&FBOVESPA, na proporção de 50% para o conjunto de acionistas de cada uma das companhias que figuraram na operação. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 247).

<sup>35</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. op. cit. p. 247

chamado de Segmento Bovespa, é responsável pelas atividades que eram exercidas anteriormente pela Bovespa, quais sejam, a negociação de valores mobiliários, de derivativos de renda variável e de títulos de renda fixa corporativa; o outro segmento, conhecido como segmento BM&F, ficou responsável pela negociação de mercadorias, derivativos de índices, taxas de juros, câmbio e futuros e títulos de dívida públicas, atividades cujo exercício ficava a cargo da BM&F.

## **5. O Novo Mercado**

### *5.1. O contexto de seu aparecimento*

Na virada do último século presenciou-se uma importante aceleração da economia nacional e um ambiente muito favorável ao crescimento do mercado de capitais. A existência de oportunidades de investimento e a abundância de liquidez e de recursos disponíveis no mercado financeiro internacional fez com que os investidores passassem a olhar para o Brasil como um destino prioritário de investimento. Aproveitando os ventos favoráveis, a década de 2000 foi um marco no desenvolvimento do mercado brasileiro, haja vista a ocorrência de eventos como a desmutualização da Bovespa e a subsequente abertura de seu capital. Com isso, vieram à tona antigas discussões sobre a necessidade de se aumentar o poder dos acionistas minoritários e de finalmente ter-se algum sucesso na atração da poupança popular para o mercado de capitais brasileiro, que sempre viveu de investimentos especulativos específicos e de investidores dispostos a entrar e sair rapidamente das sociedades. Assim, foi editada a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001 que, dentre outras medidas de proteção aos acionistas minoritários, proibiu a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, em patamar superior ao percentual de 50% do capital social total da companhia, medida tomada com o objetivo de flexibilizar a concentração do controle acionário.

Entretanto, por pressão dos grandes grupos controladores no Congresso Nacional, a reforma de 2001 foi mais tímida do que se esperava, ainda carecendo o sistema jurídico de uma proteção aos investidores efetiva e sólida, capaz de finalmente criar um arcabouço para o florescimento da negociação dos valores mobiliários no mercado primário. E, assim como nos Estados Unidos, muito mais do

que a regulação estatal, foi a autorregulação que veio a criar condições para a expansão das práticas de governança corporativa e para uma maior proteção aos investidores<sup>36</sup>. E foi aí que a Bovespa entrou cena. No final dos anos 2000, pouco antes do início da vigência da reforma do diploma societário, foram criados três novos segmentos de listagem especiais de governança corporativa, cuja adesão é voluntária, e que trouxeram regras de transparência e direitos dos investidores que ultrapassavam o mínimo previsto na Lei das Sociedades por Ações. Esses segmentos são o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

Como bem afirma Eduardo Secchi Munhoz, o lançamento do Novo Mercado foi a forma encontrada pela Bovespa de driblar as dificuldades de se efetivar uma reforma efetiva na Lei das Sociedades por Ações. “Foi, portanto, uma iniciativa da autorregulação, com o objetivo de contornar a dificuldade de buscar-se uma solução baseada em reforma da lei societária”<sup>37</sup>. O interessante, como nota Calixto Salomão Filho, foi que a solução para o problema saiu da via institucional para a contratual. Dada a paralisação das instâncias institucionais, sobrou aos particulares, convencidos da necessidade da ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, implementá-los por meio de contrato<sup>38</sup>. O principal avanço do Novo Mercado, vale dizer, foi a proibição de emissão pelas companhias de ações sem direito a voto, tema que já havia provocado enorme controvérsia quando da reforma societária em 2001 e que acabou ficando de fora da Lei 10.303/2001.

Por intermédio do lançamento dos segmentos especiais de listagem, sobretudo do Novo Mercado, a Bovespa pretendeu conferir ao mercado ambientes de negociação que atraíssem o interesse dos investidores e que, em paralelo, valorizassem as companhias listadas em tais segmentos.

---

<sup>36</sup> Bruno Meyerhorf Salama e Viviane Muller Prado. Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7779/Working%20paper%2063.pdf?sequence=1>

<sup>37</sup> MUNHOZ, Eduardo. op. cit. p. 66.

<sup>38</sup> FILHO, Calixto Salomão. *O Novo Direito Societário 3a. edição revista e ampliada*. Ed. Malheiros: São Paulo, 2006. p. 57.

Curioso notar que a mesma lei que permite a emissão de ações preferenciais e a concentração do controle acionário, não contém, por outro lado, obstáculos para que, por meio da autorregulação, sejam criadas regras no sentido de que determinadas companhias a elas vinculadas só podem emitir ações ordinárias. Dessa maneira, conforme leciona Eduardo Secchi Munhoz, “a fonte de legalidade das regras provenientes da autorregulação, é, sem dúvida alguma, a Lei das S.A., que estabeleceu a estrutura básica da companhia e conferiu aos agentes privados a liberdade necessária para encontrar as regras mais adequadas ao seu crescimento e expansão”<sup>39</sup>.

O mercado não reagiu muito bem aos primeiros três anos de existência dos segmentos especiais de listagem. No final de 2003, havia apenas 2 companhias listadas no Novo Mercado e 3 listadas no Nível 2. Aos poucos a situação começou a mudar e a explosão das ofertas públicas iniciais de ações teve início em 2006. No ano de 2007, foram realizadas no Novo Mercado 41 ofertas públicas e no final daquele ano eram 92 as companhias listadas no segmento em questão<sup>40</sup>.

Portanto, na última década, presenciou-se, finalmente, a decolagem do mercado de capitais nacional, como nunca antes se vira. Os números desse crescimento são expressivos e evidenciam que a autorregulação implementada pela Bovespa foi um sucesso inquestionável: entre os anos de 2003 e 2010 foram 122 ofertas públicas iniciais<sup>41</sup>. Em 2010, a BM&FBOVESPA tornou-se a segunda maior bolsa do mundo em valor de mercado<sup>42</sup>, colocando o Brasil no centro das atenções do mercado global.

## 5.2. *As principais inovações do Novo Mercado*

---

<sup>39</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. op. cit. p. 94.

<sup>40</sup> GORGA, Érica. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries*. Northwestern Journal of International Law&Business, v. 29, 2009, p. 452.

<sup>41</sup> Boletim ANBIMA Mercado de Capitais, ano 5, n. 55, dez. 2010, e seu anexo Mercado de Capitais em números. Disponível em [http://www.anbima.com.br/publicações/boletim\\_2010.asp](http://www.anbima.com.br/publicações/boletim_2010.asp). Acesso em: jan. 2011.

<sup>42</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. op. cit. p. 69.

Os direitos dos acionistas minoritários podem ser divididos, no direito brasileiro, em dois grupos distintos: no primeiro grupo estão situados os direitos de informação e no segundo grupo ficam os direitos patrimoniais de saída (tais direitos de saída podem se consubstanciar em direito de recesso amplo, garantias no fechamento de capital e extensão da oferta feita ao acionista controlador na aquisição de controle). O que a lei garante ao acionista minoritário, portanto, é um incentivo de liquidez no momento de saída do investimento. Não existe, porém, como afirma a melhor doutrina, uma garantia de segurança do investimento durante a sua permanência<sup>43</sup>.

A estrutura do novo mercado repousa em três pilares principais. Desses três, dois estão em linha com pilares já contemplados pela lei societária em vigor: um deles é a informação completa a que o acionista tem direito (cumpre frisar que os requisitos de informação previstos no Regulamento do Novo Mercado vão muito além daqueles estabelecidos pela lei societária) e o outro corresponde às garantias patrimoniais dos acionistas minoritários no momento da saída da sociedade.

O terceiro pilar, por sua vez, é o único que inova com relação à lei societária. Nas palavras de Calixto Salomão Filho, este terceiro pilar, que promove proteções estruturais, para alterar a própria conformação interna das sociedades, não deriva diretamente do princípio cooperativo, mas ajuda a alcançá-lo, na medida em que possibilita o enfraquecimento do poder do controlador<sup>44</sup>.

As chamadas proteções estruturais podem ser agrupadas em duas esferas. Na primeira, encontra-se a previsão da existência apenas de ações ordinárias, circunstância que torna mais caro o controle único, visto que obriga o controlador, para manter o controle, a despende mais. Tal medida dificulta a manutenção da sociedade unipessoal, que pode ser classificada como uma sociedade onde a vontade do controlador é soberana e os interesses dos acionistas minoritários ficam restritos às questões meramente patrimoniais. A segunda mudança corresponde à previsão de resolução de todos os conflitos provenientes do Novo Mercado por arbitragem. O objetivo, neste caso, é, por meio da especialidade das cortes arbitrais, entrar-se no

---

<sup>43</sup> FILHO, Calixto Salomão. op. cit. p. 56.

<sup>44</sup> FILHO. Calixto Salomão. op. cit. p. 58.

mérito de decisões assembleares e provocar o surgimento de novas interpretações aos conflitos de ordem societária.

Os elementos inovadores introduzidos por meio da via contratual pelo Novo Mercado podem ser vistos como uma forma de se minimizar a crise de cooperação no âmbito das sociedades existente na realidade de mercado no Brasil. A sociedade, vista como uma contrato associativo, reúne uma comunhão de interesses de seus sócios, e é nesse ponto que entra a cooperação, cujo norte deve ser sempre o objetivo comum daqueles que se associaram contratualmente. Na prática societária brasileira, são muito comuns as sociedades unipessoais, onde o controle é concentrado e a influência dos acionistas minoritários muito pequena, não havendo, portanto, uma cooperação sólida entre os acionistas. Em muitas companhias, essa cooperação é atingida por intermédio da celebração de acordo de acionistas, que é um instrumento não societário<sup>45</sup>.

É relevante conhecer, ainda que resumidamente, um pouco das regras de governança trazidas pelo Novo Mercado, sendo que a Bovespa aponta o seguinte conjunto de obrigações como um avanço em relação à Lei 6.404/1976<sup>46</sup>:

- a) Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- b) Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- c) Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- d) Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- e) Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- f) Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;

---

<sup>45</sup> FILHO, Calixto Salomão. op. cit. p. 54.

<sup>46</sup> BARRETO, Zacarias. *A lei das S/A e as leis do novo mercado de capitais*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2003, p. 158-159.

- g) Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação no Novo Mercado;
- h) Cumprimento de regras de *disclosure* em negociação envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

### 5.3. *O Novo Mercado e a dispersão acionária*

Como já abordado, o Brasil é um país que sempre ostentou uma forte concentração acionária nas companhias abertas. Muito embora esse quadro perdure até os dias de hoje, com um enorme número de companhias controladas por um acionista majoritário, que detenha mais de 50% de suas ações com direito a voto, ele começou a se flexibilizar a partir dos anos 2000, com o lançamento pela Bovespa do Novo Mercado. A estrutura de propriedade do capital e de controle das companhias listadas no Novo Mercado é bem diferente da estrutura apresentada pelas companhias integrantes do sistema de negociação tradicional e até mesmo do Nível 1 e do Nível 2 da BM&FBOVESPA. E isso se deve muito ao fortalecimento dos direitos dos acionistas minoritários surgido com a regulamentação consubstanciada no Novo Mercado.

Tendo como referência dados de 2006 e 2007, Érica Gorga elaborou um estudo demonstrando que, num universo de 92 companhias listadas àquela época no Novo Mercado, 65 não eram controladas por um controlador majoritário. Mesmo tendo se identificado que 20 dessas 65 companhias possuíam um bloco de controle ligado por acordo de acionistas, o número de companhias com capital disperso representava praticamente a metade das companhias listadas no Novo Mercado<sup>47</sup>. Para citar números um pouco mais atuais, segundo informações da BM&FBOVESPA, de um total de 125 companhias listadas no Novo Mercado, 47

---

<sup>47</sup> GORGA, Érica. *Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging contracts*. Northwestern Journal of International Law & Business, v. 29, p. 439-554. In: Munhoz, Eduardo Secchi. op. cit. p. 103-104.

possuíam mais de 51% de suas ações em circulação no mercado, sem estar em poder de um acionista controlador<sup>48</sup>.

Pela análise das características acionárias do capital social das companhias listadas no Novo Mercado, é possível concluir que o modelo do capital concentrado deixou de ser exclusivo, apesar de ainda ser largamente predominante. É prevaiente no Novo Mercado a presença de companhias com certo grau de dispersão acionária, caracterizadas pela presença de blocos de acionistas com participação minoritária no capital, alguns dos quais com efetivo poder de comandar a atividade empresarial: é o que se chama de controle minoritário.

## **6. Conclusão**

Não há dúvida de que todas as reformas regulatórias promovidas no ambiente das bolsas de valores no Brasil, na década passada, contribuíram imensamente para o desenvolvimento do mercado de capitais. As regras trazidas pelo Novo Mercado foram uma ótima resposta aos investidores que tanto queriam investir no Brasil, mas muitas vezes recuavam em razão de um sistema jurídico pouco afeito à proteção do investimento de acionistas minoritários. Porém, é importante ter em conta que o avanço regulatório, sozinho, não seria capaz de provocar esse desenvolvimento. Os fatores econômicos, extremamente favoráveis naquela época, contribuíram muito para o avanço. Aliás, trata-se de uma conclusão um tanto óbvia, sendo difícil de imaginar que o mercado de capitais se desenvolva sem que as condições econômicas sejam positivas.

O que houve nos anos 2000 foi uma convergência da reforma jurídica com bons indicadores econômicos. O resultado disso foi um desenvolvimento do mercado de capitais como nunca antes visto. Mas a regulamentação, isoladamente, não teria tido esse sucesso. Não é muito fácil imaginar que a lei possa transformar a economia. A economia, sim, pode transformar a lei.

---

<sup>48</sup> VALLENTI, G. *Crise expõe empresas sem controladores*. Valor Econômico. São Paulo, 17 ago. 2010. In: Munhoz, Eduardo Secchi. op. cit. p. 103-104.