

Prezados,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM 05/13, datado de 13 de junho de 2013, em que V. Sas. solicitam o envio de reflexões, dados e estudos sobre o tema da concorrência entre plataformas de negociação.

Nesse sentido, servimo-nos do presente email para encaminhar-lhes o estudo de nossa autoria denominado "Concorrência entre Bolsas: A Quem Interessa?".

Este artigo será publicado no final do ano de 2013, pela editora Quartier Latin, dentro do livro "Regulação e Tributação do Mercado Financeiro e de Capitais: Temas Atuais".

Atenciosamente,  
Pedro // Celso

MAFUD, Pedro Darahem; PEREIRA FILHO, Celso Roberto. Concorrência entre Bolsas: A Quem Interessa?; *in* Regulação e Tributação do Mercado Financeiro e de Capitais: Temas Atuais. São Paulo, Quartier Latin, no prelo, 2013.

## “Uma Nova Bolsa: A Quem Interessa?”<sup>1</sup>

### **Autores:**

**Celso Roberto Pereira Filho** – Graduado e Mestrando pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

**Pedro Darahem Mafud** – Graduado e Mestrando pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Pós Graduado em Finanças Corporativas e *Investment Banking* pela Fundação Instituto de Administração.

**Palavras-chave:** Bolsa: Conceito e Entidade Administradora. Tópicos de Regulação Concorrencial e Setorial: *Essential Facilities*, Produção de Bens Públicos, Formação de Preços, Liquidez, Autorregulação, Suspensão de Negociação e *Best Execution Rule*.

### **1. Introdução**

Nos últimos 15 anos, o mercado de capitais brasileiro viveu uma verdadeira revolução. Não apenas no sentido fático, com as inúmeras aberturas de capital e as já conhecidas consequências benéficas que novos entrantes causaram em toda a engrenagem econômica, mas sobretudo no sentido regulatório.<sup>2</sup>

Com a premissa de que um melhor ambiente institucional propicia desenvolvimento econômico,<sup>3</sup> as reformas empreendidas na década de 2000 foram decisivas para a retomada do mercado de capitais brasileiro. Destaquemos aqui algumas iniciativas legais, como a Lei 10.303/01, que reformulou as duas leis base do mercado de capitais brasileiro,<sup>4</sup> outras de heterorregulação emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como a Instrução CVM 400/03<sup>5</sup> e a Instrução CVM 461/07,<sup>6</sup> e, por fim, determinadas iniciativas de autorregulação, como a criação do Novo Mercado pela então Bovespa.<sup>7</sup>

---

<sup>1</sup> Artigo finalizado pelos autores em 20 de maio de 2013. Anterior, portanto, ao Edital de Audiência Pública SDM 05/13, publicado pela CVM em 13 de junho de 2013, que trata do mesmo tema do presente artigo.

<sup>2</sup> Sobre o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, recomendamos MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle Acionário: Alienação e Tomada**. Tese de Livre-Docência Apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2011, p. 69-103.

<sup>3</sup> Cf. NORTH, Douglass C. **Institutions, institutional change and economic performance**. New York: Cambridge University Press, 1990.

<sup>4</sup> São as leis base do mercado de capitais brasileiro a Lei 6385/76 (Lei do mercado de valores mobiliário e da CVM) e a Lei 6404/76 (Lei das Sociedades Anônimas).

<sup>5</sup> Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário

<sup>6</sup> Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

<sup>7</sup> Segmento de mais alto padrão de governança corporativa da BM&FBovespa, exemplo claro de autorregulação e adesão voluntária dos participantes.

Nesse contexto de reformas institucionais, a partir da desmutualização da Bovespa e da BM&F<sup>8</sup> e da posterior junção de suas atividades em uma única companhia de capital aberto,<sup>9</sup> novos desafios relacionados à entrada de outras bolsas foram impostos aos reguladores.<sup>10</sup>

Este artigo aborda o potencial cenário de coexistência entre bolsas e o atual arcabouço jurídico (setorial e concorrencial) aplicável ao tema. Para tanto, depuraremos os diferentes significados da palavra bolsa, em busca de um conceito normativo. Adicionalmente, abordaremos a atividade de administração de bolsa no atual cenário brasileiro e os serviços da cadeia produtiva de tal atividade. Na sequência, discorreremos sobre a regulação concorrencial aplicável, particularmente sobre a caracterização das *clearings* e depositária central da BM&FBovespa como *essential facilities* para a atividade de administração de bolsa. Por fim, trataremos dos desafios da regulação setorial aplicável ao tema, com exemplos pontuais, considerando o profundo interesse público que a atividade das entidades administradoras de bolsa representa.

## 2. O Conceito de Bolsa

Entende-se que a palavra “bolsa” comporta diferentes significados, tais como o de espaço físico de encontro entre compradores e vendedores, o de sistema eletrônico de negociação, o de entidade administradora (do local físico ou do sistema eletrônico de negociação), o de conjunto de operações de um dia determinado, ou, ainda, o de comportamento do mercado bursátil (por exemplo, “a bolsa caiu”, ou “a bolsa subiu”).<sup>11 12</sup>

SZTAJN aponta a prevalência no imaginário popular da idéia de Bolsa como espaço físico adequado para a realização de negócios, por meio da reunião de pessoas para facilitação do encontro entre compradores e vendedores, por conta da facilidade de

---

<sup>8</sup> No Brasil, a possibilidade de as bolsas de valores, mercadorias e futuros possuírem a forma de sociedades anônimas data do ano 2000, mas este movimento foi efetivamente tomado pela Bovespa e pela BM&F, então duas diferentes entidades, apenas em 2007.

<sup>9</sup> A Bovespa Holding S.A. e a Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F S.A. anunciaram a junção de suas atividades em março de 2008, formando, assim, a BM&F Bovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Tais entidades serão referidas neste artigo como “Bovespa”, “BM&F” e “BM&FBovespa”, respectivamente.

<sup>10</sup> O contexto a que nos referimos está bem expresso no Edital de Audiência Pública nº 06/2007 elaborado pela CVM e disponível em <[http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic\\_2007-06.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic_2007-06.pdf)>. Acesso em: 28 abr. 2013.

<sup>11</sup> BARRETO FILHO, Oscar. *Natureza Jurídica das Bolsas de Valores, no Direito Brasileiro*, in **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 12, 2001 (ed. Original, 1959).

<sup>12</sup> YAZBEK, Otávio. *A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários*, in **Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, outubro/dezembro 2006, p. 204-205: *Em primeiro lugar, porque, na prática, a expressão apresenta vários sentidos, podendo significar (i) o local em que se encontram os representantes dos compradores e vendedores para apresentar suas ofertas e fechar as operações; (ii) a instituição que administra aquele local e os sistemas de negociação nele existentes e que processa as operações ali realizadas; (iii) o mecanismo ou sistema adotado para as negociações de um determinado ativo; ou mais informalmente (iv) o estado das operações bursáteis em um dado período (quando se discute a tendência geral dos negócios, afirmando-se que a bolsa passa por uma “alta” ou por uma “baixa”, por exemplo).*

se materializar o conceito “bolsa”, sobretudo à época dos pregões viva-voz.<sup>13</sup> Por outro lado, o significado de “bolsa” como sistema eletrônico para negociação e execução de operações vem ganhando cada vez mais relevo, sobretudo com o abandono do pregão viva-voz e a revolução da informática e da internet.<sup>14</sup>

Ambos os significados, espaço físico e sistema eletrônico, foram selecionados pelo regulador brasileiro para compor o significado normativo do gênero “mercado organizado de valores mobiliários”, do qual bolsa é uma espécie. Assim, pode ser depreendido da Instrução CVM 461/07 um *conceito normativo*<sup>15</sup> de bolsa,<sup>16</sup> que se refere a um mercado organizado de valores mobiliários (gênero)<sup>17</sup> qualificado por determinadas características que lhe especificam como bolsa.

Esses atributos normativos que especificam as bolsas dentre uma das espécies de mercados organizados de valores mobiliários<sup>18</sup> estão detalhados no artigo 5º e no Capítulo VI, notadamente a Seção I – Características, da Instrução CVM 461/07.

Tais atributos refletem essencialmente a racionalidade econômica observada nos mercados organizados como bolsas: previsão de que os negócios tenham por objeto bens padronizados e sejam realizados entre um comprador ou vendedor e o mercado, sem a distinção da contraparte em cada negócio, em um verdadeiro “arquetipo do mercado perfeito”.<sup>19</sup>

---

<sup>13</sup> SZTAJN, Rachel. Contratos de Bolsa, in BITTAR, Carlos Alberto (Coord.). **Novos Contratos Empresariais**. São Paulo: RT, 1990, pp. 167: *Bolsas são vistas como os locais em que se reúnem os intermediários, investidores e especuladores para a celebração de contratos com valores mobiliários, mercadorias e ativos financeiros, à vista, a termo, a futuro ou de opções sobre tais bens. Uma das funções da bolsa é a de manter local adequado para a realização dessas operações, mas não apenas essa seria a função das bolsas. O pregão da bolsa é o local em que, de viva voz, são realizadas as operações com valores mobiliários ou mercadorias e ativos financeiros e, talvez, por isso, a idéia de Bolsa como a de local, aparentemente prepondere sobre as demais.*

<sup>14</sup> Sobre o papel da revolução tecnológica e da comunicação no mundo representadas pela conectividade da internet e dos softwares, recomendamos: FRIEDMAN, Thomas L. **The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century**. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2005.

<sup>15</sup> Utilizamos neste texto o termo “conceito normativo” como produto intelectual do que a CVM denomina “abordagem classificatória” no Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142. O conceito normativo é obtido pela síntese das características classificatórias abordadas pela CVM na Instrução CVM 461/07.

<sup>16</sup> A identificação de um conceito geral de bolsa não impede que a palavra “bolsa” constante de outros textos normativos seja validamente interpretada em sentidos divergentes desse conceito dado pela Instrução CVM 461/07, a regra base para o tema. Não se entende que exista um critério único para definição de um regime jurídico diretamente a partir de um conceito normativo. Nesse sentido, cf. FERRAZ JR., Tercio Sampaio. **Introdução ao Estudo do Direito Técnica, Decisão e Dominação**. São Paulo: Atlas, 2007, p. 122-123: *Às vezes, nos códigos, encontramos classificações legais, como a classificação das coisas no Código Civil (art. 43 ss), ou definições, como a da noção de doação (art. 1.165), que, há quem diga, por pertencerem a um conjunto unitário e sistemático de normas – o código -, têm também o caráter de norma jurídica, isto é, vinculam. Muitos, porém, preferem considerá-las não como normas, mas como meros elementos de orientação, só adquirindo o caráter normativo se das classificações resulta um regime jurídico, isto é, uma disciplina global e vinculante para uma situação de fato. É o caso, por exemplo, da definição de tributo e de sua enumeração pelo Código Tributário Nacional. Não obstante, o critério para saber se da definição e da classificação resulta um regime não é pacífico na doutrina. Por isso, apesar de tudo, inúmeras são as controvérsias nos casos particulares.*

<sup>17</sup> Art. 3º da Instrução CVM 461/07.

<sup>18</sup> Art. 3º, caput e §1º da Instrução CVM 461/07.

<sup>19</sup> MANKIWI, N.Gregory. **Principles of Economics**. 5.ed. Mason: South-western Cengage Learning. 2011. p.66-67: *Perfectly competitive markets are defined by two primary characteristics: (1) the goods being*

Assim, as bolsas devem constituir-se ou como sistema centralizado e multilateral de negociação, em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e à concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema, ou como sistema de execução de negócios contra um formador de mercado, que atua como se fosse o próprio mercado, dada a impossibilidade de discriminar o comprador e o vendedor.<sup>20</sup> Em ambos os casos, todos os participantes do mercado são *price takers*, sendo irrelevante a identificação de sua contraparte, pois os negócios serão fechados pelos melhores preços disponíveis.

Nesse sentido, o regulador também prevê procedimentos para a eficiente formação de preços, como a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas, a disseminação pública das ofertas e negócios realizados, a fixação de variações de preços e quantidades que exigem a adoção de procedimentos especiais de negociação,<sup>21</sup> e regras que evitem a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço no mercado.<sup>2223</sup>

Desse modo, os atributos normativos que identificam as bolsas refletem as características econômicas a elas atribuídas, em um verdadeiro movimento de positivação do conceito econômico existente.<sup>24</sup>

Em síntese, a palavra bolsa admite diversos significados, dentre os quais, o regulador selecionou os significados de espaço físico e de sistema de negociação para compor o seu conceito normativo. Esse conceito é construído por meio do gênero mercado organizado de valores mobiliários e das características que individualizam a espécie bolsa. Os atributos do conceito normativo de bolsa coincidem com as características do significado econômico de bolsa.

---

*offered for sale are all the same, and (2) the buyers and sellers are so numerous that no single buyer or seller can influence the market price. Because buyers and sellers in perfectly competitive markets must accept the price the market determines, they are said to be price takers.*

<sup>20</sup> Art. 65 da Instrução CVM 461/07.

<sup>21</sup> O assunto é objeto da Instrução CVM 168/91.

<sup>22</sup> Arts. 73 e 74 da Instrução CVM 461/07.

<sup>23</sup> Nos termos dos artigos 75 e 77 da Instrução CVM 461/07, vale mencionar também que, no Brasil, integram o conceito normativo de bolsa os sistemas para monitoramento dos riscos inerentes às atividades bursáteis e o mecanismo de ressarcimento de prejuízos, o qual é destinado a assegurar aos investidores o ressarcimento de perdas decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar ou de seus representantes, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa ou aos serviços de custódia.

<sup>24</sup> YAZBEK, Otavio, op. cit., pp. 5: *Há um outro aspecto, mais crucial, que ajuda na diferenciação entre operações de bolsa e de balcão: o mecanismo de formação de preços que permite (ou que tenta permitir), aos sistemas de bolsa, a recriação de um mercado eficiente à imagem daquele preconizado pelo modelo econômico neoclássico (de concorrência perfeita). Essa formação de preços é obtida a partir da realização de operações por meio de intermediários especializados, com presença constante nos ambientes de negociação e, assim, conhecedores dos movimentos do mercado e de suas tendências; da obrigatoriedade de fechamento de operações "contra" os melhores preços praticados no momento, de forma que os vendedores sempre vendam para o comprador que oferece o preço mais alto e os compradores sempre comprem de quem oferece o preço mais baixo (atuando como agentes maximizadores); da obrigatoriedade de fechamento de operações "contra o mercado", e não contra outro participante em especial ou a partir de ajustes prévios; e da pronta disponibilidade das informações relevantes para os agentes, ao menos no que tange àquelas informações geradas no próprio sistema.*

### 3. A Atividade de Administração de Bolsa

No Brasil, todos os mercados organizados de valores mobiliários são obrigatoriamente estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras autorizadas pela CVM.<sup>25</sup> Ainda que a existência de uma entidade administradora não se confunda com o conceito normativo de bolsa eleito pelo regulador, sendo a entidade administradora, antes de mais nada, um requisito para a instituição de uma bolsa e também um de seus possíveis significados, deve-se reconhecer que a entidade administradora representa o feixe decisório dos mercados organizados de bolsas e, como tal, a principal fonte de preocupações quando o assunto é a concorrência entre bolsas.

As entidades administradoras de mercados organizados dedicam-se a oferecer serviços de infraestrutura para negociação de títulos e valores mobiliários, como, por exemplo, o espaço físico e os sistemas para negociação. Adicionalmente, as entidades administradoras possuem papel crucial na autorregulação dos emissores de títulos e valores mobiliários, com o oferecimento de regras de organização de mercado e respectiva fiscalização de seu cumprimento, normas relacionadas à listagem dos emissores e à admissão de valores mobiliários à negociação, dentre outros serviços que correspondem ao funcionamento de uma bolsa.

Atualmente, tamanha é a diversificação e complexidade alcançadas por esses serviços que eles se tornaram conceitos pouco conhecidos da população em geral e, não raramente, desconhecidos até mesmo pelos profissionais do mercado financeiro. O hermetismo desses serviços dissimula-se em expressões técnicas como, por exemplo, *Direct Market Access (DMA)*,<sup>26</sup> *High Frequency Trading (HFT)*<sup>27</sup> e *Co-location*.<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> Art. 9º da Instrução CVM 461/07.

<sup>26</sup> BRASIL. **BM&F Bovespa S.A.** – **Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Acesso Direto ao Mercado (DMA). Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-negociacao/aceso-direto-ao-mercado-dma/o-que-e.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 28 abr. 2013: *O Acesso Direto ao Mercado (DMA - Direct Market Access) é um modelo de negociação que permite que o cliente final tenha acesso direto ao ambiente eletrônico de negociação em Bolsa, após autorização da corretora e sob a responsabilidade dela. Desta forma, o investidor pode enviar suas próprias ofertas ao sistema de negociação e recebe, em tempo real, as informações de mercado, incluindo o livro de ofertas.*

<sup>27</sup> Cf. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities and Exchange Commission**. *Concept Release on Equity Market Structure (Release No. 34-61358)*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2013, pp. 45: *One of the most significant market structure developments in recent years is high frequency trading (“HFT”). The term is relatively new and is not yet clearly defined. It typically is used to refer to professional traders acting in a proprietary capacity that engage in strategies that generate a large number of trades on a daily basis. These traders could be organized in a variety of ways, including as a proprietary trading firm (which may or may not be a registered broker-dealer and member of FINRA), as the proprietary trading desk of a multi-service brokerdealer, or as a hedge fund (all of which are referred to hereinafter collectively as a “proprietary firm”). Other characteristics often attributed to proprietary firms engaged in HFT are: (1) the use of extraordinarily high-speed and sophisticated computer programs for generating, routing, and executing orders; (2) use of co-location services and individual data feeds offered by exchanges and others to minimize network and other types of latencies; (3) very short timeframes for establishing and liquidating positions; (4) the submission of numerous orders that are cancelled shortly after submission; and (5) ending the trading day in as close to a flat position as possible (that is, not carrying significant, unhedged positions over-night).*

<sup>28</sup> O serviço de *co-location* refere-se ao oferecimento de espaço físico e condições técnicas para que as pessoas autorizadas a operar possam instalar seus equipamentos na mesma infraestrutura que suporta o sistema de negociação da própria entidade administradora do mercado organizado. A proximidade física entre os equipamentos da pessoa autorizada a operar e da bolsa permite uma diminuição de latência (tempo

Os serviços de infraestrutura para negociação não devem ser confundidos com outros serviços que as entidades administradoras de bolsa possam opcionalmente prestar, como, por exemplo, serviços de informação (como divulgação instantânea de informações de negociação) e de pós-negociação (como custódia de valores mobiliários, administração de riscos ou, ainda, atualização e coordenação de eventos corporativos a exemplo de pagamento, compensação e liquidação de proventos).<sup>29</sup> Esses serviços integram verticalmente, junto com o serviço de infraestrutura para negociação, uma mesma cadeia produtiva, mas com ele não se confundem.<sup>30</sup> A confusão entre esses serviços ditos opcionais e o serviço de oferta de infraestrutura de negociação decorre possivelmente do fato de que, no Brasil, especificamente quanto ao mercado de bolsa, a integração vertical dessa cadeia produtiva de serviços concentra-se em uma só entidade administradora de bolsa, que é a única operante do país.

Desde o ano 2000, as entidades administradoras de bolsa podem constituir-se como associações, hipótese em que a atividade será não empresarial, ou como sociedades anônimas,<sup>31</sup> hipótese em que a atividade será necessariamente empresarial.<sup>32</sup>

Muito embora inegável o interesse público da atividade bursátil,<sup>33</sup> o serviço correspondente à atividade de administração de bolsa não é serviço público, pois não há norma que incumba o Estado de sua prestação. Nessa linha, entendemos que o artigo 17 da Lei 6.385/76 não pode ser interpretado como base legal para caracterização da atividade de administração de bolsa como serviço público delegado,<sup>34</sup> pois se refere somente ao dever das entidades administradoras de bolsa, como auxiliares da CVM, de fiscalizar os membros e as operações do respectivo mercado administrado. Essa atividade de fiscalização constitui parcela da atividade de administração de bolsa e não pode ser confundida com a incumbência da CVM de exercer a fiscalização enquanto poder de polícia, que é atividade típica de Estado. A fiscalização exercida pelas entidades administradoras de bolsa, atividade privada, auxilia a Comissão a exercer o poder de polícia, atividade estatal. De qualquer modo, vale lembrar ainda que os conceitos de fiscalização e poder de polícia não coincidem com o conceito de serviço público.<sup>35</sup>

---

gasto para transmissão da informação) da infraestrutura de rede para negociação, o que interessa principalmente aos operadores *HFT*.

<sup>29</sup> Art. 13 da Instrução CVM 461/07.

<sup>30</sup> Conferir abaixo quadro em que se descreve a cadeia de serviços associada ao serviço de infraestrutura para negociação.

<sup>31</sup> Art. 9º, *caput*, da Instrução CVM 461/07.

<sup>32</sup> Art. 982 do Código Civil.

<sup>33</sup> Assim como é inegável o interesse público de qualquer atividade econômica, como, por exemplo, as atividades bancárias ou o plantio de alimentos.

<sup>34</sup> Com a devida vênia, discordamos veementemente do tradicional artigo de COMPARATO, em que se afirma: *Em meu entender, as bolsas de valores fazem parte dessa classe especial de pessoas jurídicas de direito privado, incumbidas por lei – e não apenas por concessão da autoridade administrativa – do exercício de um serviço público. O art. 17 da Lei 6.385 é, nesse particular, decisivo, ao caracterizar as bolsas de valores como “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”. O auxílio só pode ser, obviamente, para o desempenho das tarefas de serviço público que a própria lei atribuiu à CVM, entre as quais avulta o exercício do poder de polícia no mercado de capitais(...)*. Cf. COMPARATO, Fabio Konder. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto, in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 60, outubro/dezembro 1985, pp. 50.

<sup>35</sup> Cf. DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 25.ed. São Paulo: Atlas, 2012, pp. 56: *A polícia administrativa compreende toda atividade de execução das chamadas limitações administrativas*.

Ademais, o serviço correspondente à atividade de administração de bolsa não é prestado no Brasil pelo Poder Público, seja diretamente, seja sob regime de concessão ou permissão por meio de licitação. Não fosse assim, haveria patente inconstitucionalidade do regime legal e regulatório que vem sendo aplicado no Brasil a essas entidades, haja vista o artigo 175 da Constituição Federal.<sup>36</sup>

No Brasil, a atividade de administração de bolsa é, assim, atividade econômica<sup>37</sup> reservada aos agentes privados. Em outras palavras, seguindo a terminologia de GRAU, aqui adotada, trata-se de atividade econômica em sentido estrito (que é uma das espécies do gênero atividade econômica em sentido amplo, que abrange também a espécie de atividade econômica serviço público).<sup>38</sup> Embora possa apresentar relevante externalidade positiva,<sup>39</sup> consubstanciada no grande interesse público que esta atividade exerce, o serviço correspondente à atividade econômica privada de administração de bolsa é um serviço de natureza particular que demanda atenção estatal.<sup>40</sup>

Assim, aplicam-se à atividade as normas de direito econômico próprias das atividades econômicas em sentido estrito, das quais destacam-se, para a linha de análise desse artigo, aquelas superiores hierarquicamente: os princípios gerais da atividade

---

*que são restrições impostas por lei ao exercício de direitos individuais em benefício do interesse coletivo. Compreende medidas de polícia, como ordens, notificações, licenças, autorizações, fiscalizações e sanções. Serviço público é toda atividade que a Administração Pública executa, direta ou indiretamente, para satisfazer à necessidade coletiva, sob regime jurídico predominantemente público. Abrange atividades que, por sua essencialidade ou relevância para a coletividade, foram assumidas pelo Estado, com ou sem exclusividade* (grifos nossos).

<sup>36</sup> Art. 175 da Constituição da República Federativa do Brasil: *Incumbe ao Poder Público, na forma da lei, diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos.*

<sup>37</sup> Nos termos da Resolução CMN 2.690/00, considerando o objeto social das bolsas, é inegável o exercício de atividade econômica, ainda que a bolsa seja organizada sob a forma de associação.

<sup>38</sup> Cf. GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 14.ed. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 90-153, itens 33 a 59.

<sup>39</sup> Para uma definição de externalidade, consultar o clássico BUCHANAN, James M.; STUBBLEBINE WM. Craig. *Externality*, in **Economica**, New Series. v.29, n.116. New Jersey: Wiley, Nov 1962, p. 371-384.

<sup>40</sup> Cf. MARQUES, Floriano A. *Regulação setorial e autoridade antitruste. A importância da Independência do Regulador*, in CAMPILONGO, Celso. Fernandes; ROCHA Jean Paul Cabral Veiga; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Concorrência e Regulação do Sistema Financeiro**. São Paulo: Max Limonad, 2002, pp. 98: II.2.1. *De fato. A regulação estatal sobre a economia pode se voltar para uma atividade econômica (em sentido amplo) cuja fruição seja considerada essencial para a coletividade a ponto de ela ser titularizada pelo Estado como um serviço público, justificando sua prestação em regime de direito público (como ocorre com algumas atividades do setor de telecomunicações, energia elétrica e transportes). Pode se voltar a atividades, também relevantes, mas que não justificam a sua sujeição ao regime derogatório das regras de mercado, apesar de sujeitá-la a normas e padrões regulatórios (o que acontece no setor de saúde e medicamentos, ou mesmo no setor financeiro). Pode decorrer do fato de que a atividade regulada envolva a utilização de um bem escasso, essencial à vida coletiva (como acontece com o setor de petróleo e gás e, mais recentemente, com os recursos hídricos). Pode, ainda, se voltar para setores da economia caracterizados como monopólios naturais e que, por isso, justificam uma maior intervenção estatal para combater os efeitos deletérios da atividade monopolizada. Em suma, vários e diversos podem ser os móveis a justificar uma maior incidência da atividade regulatória estatal sobre a economia. Assim como os móveis são distintos, os instrumentos, parâmetros e conceitos a serem utilizados na regulação setorial deverão diferir.*

econômica, enunciados no artigo 170<sup>41</sup> da Constituição Federal, as regras sobre repressão ao abuso do poder econômico e aos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular, enunciadas no artigo 173<sup>42</sup> da Constituição Federal, e a atuação do Estado como agente normativo e regulador da atividade econômica, enunciada no artigo 174<sup>43</sup> da Constituição Federal.

Ainda, a atividade econômica de administração de bolsa submete-se tanto à regulação<sup>44</sup> concorrencial,<sup>45</sup> identificada com a regulação do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), quanto à regulação setorial,<sup>46</sup> esta última identificada com a regulação de uma cunha específica do Sistema Financeiro Nacional (SFN), em que os agentes reguladores serão o Conselho Monetário Nacional, a CVM, e, em menor medida, o Banco Central do Brasil.<sup>47</sup> Em outras palavras, a atividade de administração de

---

<sup>41</sup> Art. 170 da Constituição da República Federativa do Brasil: *A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; (...) VIII - busca do pleno emprego (...).*

<sup>42</sup> Art. 173, §§ 4º e 5º da Constituição da República Federativa do Brasil: § 4º - *A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.* § 5º - *A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.*

<sup>43</sup> Art. 174 da Constituição da República Federativa do Brasil: *Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.*

<sup>44</sup> Cf. SZTAJN, Rachel. *Regulação e o mercado de valores mobiliários*, in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: Malheiros, n. 135, julho/setembro 2004, pp. 137: *Regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência de administração indireta, visando a fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica. Pode-se denominar regulação ao conjunto de normas visando determinado efeito ou, em sentido muito amplo, o conjunto de mecanismos de controle social.*

<sup>45</sup> BRASIL. **Lei n.º 12.529**, de 30 de novembro de 2011, dispõe sobre o mercado sistema brasileiro de defesa da concorrência, dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica, entre outras disposições. Disponível em <www.planalto.gov.br>. Acesso 01 mai. 2013, art. 31: *Esta Lei aplica-se às pessoas físicas ou jurídicas de direito público ou privado, bem como a quaisquer associações de entidades ou pessoas, constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente, com ou sem personalidade jurídica, mesmo que exerçam atividade sob regime de monopólio legal.*

<sup>46</sup> Utiliza-se a nomenclatura “regulação setorial” em oposição à regulação da atividade econômica de interesse geral e multissetorial, como aquelas decorrentes dos ramos do direito do consumidor, do direito concorrencial e do direito ambiental, por exemplo, nos termos do artigo MARQUES, Floriano A. op. cit., pp. 97: (...) *dentro da atividade regulatória estatal estão compreendidas todas as atividades de ordenação e de controle sobre a atividade econômica privada que sejam necessárias e suficientes para perseguir objetivos de natureza coletiva, predicados no rol de princípios constitucionais da ordem econômica. Nela estarão compreendidas as diversas manifestações de regulação setorial (sobre serviços públicos, bens escassos, setores sensíveis da economia, utilidades públicas, setores considerados monopólios naturais, setores em que a competição ainda não se encontra estabelecida, dentre outros), assim como a regulação mais ampla que não tem por escopo segmentos específicos da economia, mas sim a tutela de interesses gerais aos quais a constituição atribuiu especial relevância.* (grifos nossos)

<sup>47</sup> Exemplos da competência regulatória do Banco Central do Brasil encontram-se na Lei 4.595/64: Art. 10. *Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: (...) VI - Exercer o controle do crédito sob todas as suas formas; VII - Efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei; (...) IX - Exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas; (...).*

bolsa é uma “atividade regulada”, ou seja, sujeita à regulação setorial que lhe é específica.<sup>48</sup>

Em resumo, a atividade de administração de bolsa é uma atividade econômica privada, e não serviço público, e pode, ou não, ser uma atividade empresarial. Os serviços correspondentes à atividade de administração de bolsa não devem ser confundidos com outros serviços integrantes da mesma cadeia produtiva que, no Brasil, são prestados por uma mesma entidade (integração vertical). Por fim, a atividade de administração de bolsa é regulada, pois se sujeita à regulação setorial no âmbito do SFN.

#### **4. A Regulação da Atividade de Administração de Bolsa e a Coexistência de Entidades Administradoras**

Esta seção objetiva jogar alguma luz sobre temas de regulação da atividade de administração de bolsa em um contexto de possível coexistência de entidades administradoras, com o propósito de sugerir alguns desafios regulatórios que despontam e de fomentar uma agenda de pesquisas e debates sobre o tema. Não buscamos esgotar a miríade de temas de regulação que precisarão ser enfrentados caso haja coexistência de bolsas; nem tampouco propor soluções para os temas abordados.

Como afirmado na seção anterior, a atividade de administração de bolsa é atividade privada e setorialmente regulada. Esse mero fato atrai para o regime jurídico aplicável a essa atividade toda a complexidade do debate sobre os conflitos entre regulação concorrencial e regulação setorial.<sup>49</sup> Não fosse suficiente, há ainda outra complexidade: os desafios regulatórios setoriais que podem decorrer da coexistência de entidades administradoras de bolsas no mercado brasileiro.

Esse texto reconhece a inexistência atual de respostas às complexidades apresentadas, mas, ao mesmo tempo, a utilidade dos questionamentos sobre tais problemáticas.

Assim, nos próximos dois itens, serão apresentados questionamentos sobre o tema da regulação da atividade de administração de bolsa em um contexto de coexistência de entidades administradoras, tanto sob o prisma concorrencial quanto sob o prisma da regulação setorial.

##### **4.1. Regulação Concorrencial e Atividade de Administração de Bolsa**

Como já afirmado, no atual cenário brasileiro, a atividade de administração de bolsa é atividade econômica em sentido estrito e está sujeita às normas de direito

---

<sup>48</sup> GORGA, Erica Cristina Rocha. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, pp. 77, assevera que a lógica da regulação está ligada a questões de eficiência econômica, assimetria informacional e externalidades de mercado.

<sup>49</sup> Para uma análise da complexidade do debate sobre os conflitos entre regulação concorrencial e setorial, bem como para uma análise das teorias doutrinárias que pautam esses conflitos, consultar SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)**. 2.ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 167-186 (capítulo VI).

concorrencial.<sup>50</sup> Vale apontar também que a organização da entidade administradora como sociedade anônima ou como associação civil é irrelevante para a incidência das normas de direito concorrencial.<sup>51</sup>

Em última instância, o que precisa ser analisado na regulação concorrencial é a caracterização ou não de infrações à ordem econômica. Logo, necessário verificar, no plano fático, a ocorrência ou não de pelo menos uma das hipóteses normativas previstas nos incisos do artigo 36 da Lei 12.529/11, as quais compõem o rol das infrações à ordem econômica concorrencial.<sup>52</sup>

Esse texto não se concentrará no exame das atuais regras de infração à ordem econômica concorrencial, pois essa tarefa demandaria análise mais ampla que a possível neste espaço, e seria prejudicado pela ausência das especificidades e detalhes extraídos do plano fático, os quais são essenciais na consideração das infrações concorrenciais.

De outro modo, propõe-se usar esse espaço para abordar tópico mais restrito, a saber, a aplicabilidade da doutrina das instalações essenciais (*essential facilities*)<sup>53</sup> ao mercado brasileiro de administração de bolsas. Elege-se este tema em razão da estrutura integrada verticalmente em que se encontra o mercado brasileiro de administração de bolsa<sup>54</sup> e, sobretudo, porque acreditamos que este tema pode ser fundamental para a futura

---

<sup>50</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., pp. 177: *A não aplicação do sistema concorrencial só é admissível quando o Estado substitui o mercado na determinação das variáveis fundamentais da empresa e fiscaliza efetivamente seu cumprimento pelos particulares – ou seja, quando cria diretamente a utilidade pública.* O requisito da “determinação das variáveis fundamentais da empresa” pelo Estado (como preços e quantidades ofertadas) não se verifica no mercado de administração de bolsa, tanto que o artigo 28 da Instrução CVM 461/07 confere competência ao Diretor Geral da entidade administradora para estabelecer os preços cobrados pelos serviços prestados. Nesse sentido, não há que se falar em substituição do mercado pelo Estado na determinação das variáveis fundamentais da entidade administradora de mercado organizado: *Incumbe ao Diretor Geral: (...) VIII – fixar, assegurada a ampla e prévia divulgação aos interessados e à CVM: a) as contribuições periódicas das pessoas autorizadas a operar e dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação; b) os emolumentos, comissões e quaisquer outros custos a serem cobrados pelos serviços decorrentes do cumprimento de suas atribuições funcionais, operacionais, normativas e fiscalizadoras; (...).*

<sup>51</sup> Art. 31 da Lei 12.529/11.

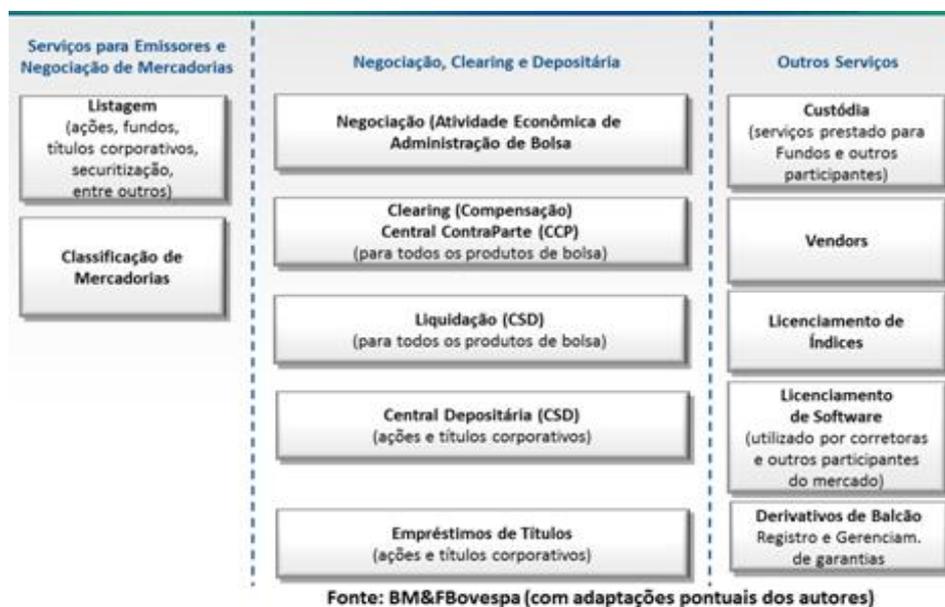
<sup>52</sup> Art. 36 da Lei 12.529/11: *Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: I - limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; II - dominar mercado relevante de bens ou serviços; III - aumentar arbitrariamente os lucros; e IV - exercer de forma abusiva posição dominante.*

<sup>53</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, op. cit., pp. 67: *A essential facility doctrine foi desenvolvida para aquelas situações identificadas pela doutrina econômica como de monopólio natural, em que há um bem (geralmente uma rede) de tal importância que é impossível minimamente competir sem que exista acesso a esse bem.*

<sup>54</sup> CASAGRANDE, Paulo L. Regulação Pró-Concorrencial de Acesso a Ativos de Infraestrutura: Regime Jurídico e Aspectos Econômicos, in SCHAPIRO, Mário Gomes (Coord.). **Direito Econômico Regulatório.** Série GV-law. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 135-136: *Nesse momento, é apropriado distinguir melhor os problemas a serem enfrentados pela regulação em virtude da presença ou não de empresas verticalmente integradas (i.e., que atuam em dois ou mais segmentos relacionados à jusante ou a montante na mesma cadeia produtiva de determinado bem ou serviço). Quando o ativo do qual dependem outros agentes econômicos é detido por empresa que não é verticalmente integrada, o principal problema a lidar é como controlar o poder de mercado por ela detido na oferta do acesso a tal ativo. (...) Já em situações em que a empresa detentora do ativo essencial é verticalmente integrada, atuando também em segmentos competitivos, seus incentivos são bem mais complexos, haja vista possuir interesse em maximizar seus*

detecção de infrações à ordem econômica e determinação de medidas aplicáveis para sua solução.<sup>55</sup>

Antes de mais nada, cumpre-nos recuperar na figura abaixo uma síntese da estrutura em que se insere a atividade econômica de administração de bolsa realizada atualmente pela BM&FBovespa.



Assim, o mercado de administração de bolsa<sup>56</sup> é monopolizado por um único agente econômico, a BM&FBovespa.<sup>57</sup><sup>58</sup> O monopólio existente é um monopólio meramente de fato, uma vez que não há qualquer restrição legal à concorrência neste mercado. A BM&FBovespa também possui o monopólio do restante da cadeia produtiva vertical do mercado de administração de bolsa, pois é a proprietária exclusiva das

*lucros por meio da atuação concomitante em dois ou mais mercados relacionados verticalmente, sendo que em ao menos um deles ela possui efetivo poder de mercado por deter uma instalação essencial.*

<sup>55</sup> Art. 38 da Lei 12.529/11: *Sem prejuízo das penas cominadas no art. 37 desta Lei, quando assim exigir a gravidade dos fatos ou o interesse público geral, poderão ser impostas as seguintes penas, isolada ou cumulativamente: (...) V - a cisão de sociedade, transferência de controle societário, venda de ativos ou cessação parcial de atividade; VI - a proibição de exercer o comércio em nome próprio ou como representante de pessoa jurídica, pelo prazo de até 5 (cinco) anos; e VII - qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica.*

<sup>56</sup> A expressão “mercado de administração” será usada no sentido de nicho de economia de mercado composto de ofertantes e consumidores do serviço de administração de mercado organizado. Não há qualquer tecnicidade no uso dessa expressão.

<sup>57</sup> POSNER, Richard A. **Antitrust Law**. 2.ed. Chicago/London: University of Chicago Press, 2001. pp. 9: *A monopolist is a seller (or group of sellers acting like a single seller) who can change the price at which his product will sell in the market by changing the quantity that he sells. Concretely, by reducing his output he can raise his price above the cost of supplying the market, which is the price level that competition would bring about, the competitive price. This “power over price”, the essence of the economic concept of monopoly, derives from the fact that market price is inverse to quantity.*

<sup>58</sup> O monopólio da BM&FBovespa não é incontroverso em razão da existência de competição internacional. Todavia, considerados território e jurisdição brasileira, há indícios de monopólio. Quando das discussões prévias à elaboração da Instrução CVM 461/07, a modalidade de concorrência representada pela *internalização sistemática de ordens* ficou expressamente afastada. Consultar o Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142, p. 12-14.

infraestruturas de serviços de pós-negociação, notadamente, as *clearings* e a custódia centralizada de valores mobiliários (respectivamente, *CCP*<sup>59</sup> e *CSD*<sup>60</sup>).

Não há consenso na teoria econômica de que o monopólio é necessariamente um fenômeno negativo para a economia e para a sociedade, tampouco é o monopólio *per se* um ilícito de direito concorrencial brasileiro. Há, inclusive, situações de monopólios naturais (*natural monopoly*) em que a literatura econômica especializada os aponta como a estrutura de mercado mais eficiente para a maximização do bem-estar social.<sup>61</sup>

Também não se pode olvidar dos efeitos de um potencial entrante em um mercado contestável (*contestable market*) em que o monopólio é mero fato, e não resultado de uma

---

<sup>59</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório da Consultoria Oxera sobre os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação no Brasil, de junho de 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/Oxera%20report%20180612%20Portuguese%20version.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2013, pp. 6: *As CCPs fornecem serviços de compensação de risco de contraparte. Em geral, a compensação envolve a preparação de uma negociação para liquidação e compreende compensação da negociação (fazendo um pacote das múltiplas transações em uma única ordem de liquidação), e instrução de liquidação (processando as negociações casadas e compensadas para serem enviadas para liquidação). As CCPs também fornecem serviços de administração de risco e de falhas relacionadas.*

<sup>60</sup> Relatório da Consultoria Oxera, op. cit., pp. 6: *As CSDs fornecem serviços de liquidação. A liquidação compreende o posicionamento pré-liquidação (garantindo que a compradora tem o dinheiro disponível e que a vendedora tem os valores mobiliários disponíveis) e a conclusão de uma transação por meio da transferência da titularidade dos ativos e do dinheiro. A liquidação tem início assim que a CCP compensou a negociação (se roteada via CCPs), ou no caso de negociações brutas não compensadas pela CCP, assim que a negociação for executada e estiver pronta para liquidação. Esses serviços são geralmente fornecidos diretamente pelas CSDs ou indiretamente por custodiantes/agentes de liquidação, que mantêm contas nas CSDs. Outros serviços fornecidos pelas CSDs e pelos quais são cobradas tarifas incluem (mas não estão restritos a) administração de garantia, compensação, e atividades de custódia e guarda de valores relacionadas, incluindo processamento de medidas corporativas.*

<sup>61</sup> COURCOUBETIS, Costas. WEBER, Richard. **Pricing communication networks: economics, technology, and modelling**. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. Wiley-Interscience series in systems and optimization. 2003. pp.141: *In a monopoly there is a single supplier who controls the amount of goods produced. In practice, markets with a single supplier tend to arise when the goods have a production function that exhibits the properties of a natural monopoly. A market is said to be a natural monopoly if a single supplier can always supply the aggregate output of several smaller suppliers at less than the total of their costs. This is due both to production economies of scale (the average cost of production decreases with the quantity of a good produced) and economies of scope (the average cost of production decreases with the number of different goods produced).*

exigência legal<sup>62</sup> – como é o caso da BM&FBovespa.<sup>63</sup> Por outro lado, são conhecidas pela teoria regulatória a maior complexidade e dificuldade de se regular monopólios integrados verticalmente a montante e a jusante.

Seriam as *clearings* e depositária central da bolsa instalações essenciais para a atividade de administração de bolsa? A doutrina apresenta quatro requisitos para a classificação de um ativo como *instalação essencial*.<sup>64</sup> Inicialmente, o ativo deve ser controlado por um monopolista, o que se verifica no caso. Em segundo, o acesso ao ativo deve ser recusado pelo monopolista, o que também se verifica atualmente<sup>65</sup>. Os outros dois requisitos são a impossibilidade de o entrante duplicar economicamente as instalações essenciais e a existência de condições técnicas e econômicas para o fornecimento de acesso aos concorrentes. Quanto a esses dois últimos requisitos, há grande celeuma, pois (i) com o atual desenvolvimento tecnológico, a viabilidade econômica da duplicação das infraestruturas de *clearings* e depositária é assunto nebuloso, e (ii) atualmente, veicula-se na imprensa a notícia de que a BM&FBovespa não teria condições técnicas de conceder o acesso às *clearings* pelos interessados em se estabelecer como administradores de bolsa no Brasil, pois vem implementando processos

---

<sup>62</sup> BAUMOL, William J. *Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure*, in **The American Economic Review**. Pittsburgh: American Economic Association, v. 72, n. 1, Mar. 1982, p. 1-15. Disponível em: <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/Baumol-contestableMkts.pdf>>. Acesso em: 01 mai de 2013. *A contestable market is one into which entry is absolutely free, and exit is absolutely costless. We use "freedom of entry" in Stigler's sense, not to mean that it is costless or easy, but that the entrant suffers no disadvantage in terms of production technique or perceived product quality relative to the incumbent and that potential entrants find it appropriate to evaluate the profitability of entry in terms of the incumbent firms' pre-entry prices. In short, it is a requirement of contestability that there be no cost discrimination against entrants. Absolute freedom of exit, to us, is one way to guarantee freedom of entry. By this we mean that any firm can leave without impediment, and in the process of departure can recoup any costs incurred in the entry process. If all capital is salable or reusable without loss other than that corresponding to normal user cost and depreciation, then any risk of entry is eliminated. (...) Consequently, when a perfectly contestable market contains two or more sellers, neither  $p < MC$  nor  $p > MC$  is compatible with equilibrium. Thus we have our third and perhaps most crucial welfare attribute of such perfectly contestable markets- their prices, in equilibrium, must be equal to marginal costs, as is required for Pareto optimality of the "first best" variety.*

<sup>63</sup> Embora não se afirme aqui ser ou não o mercado de administração de bolsa um mercado contestável.

<sup>64</sup> PITOFSKY, Robert. **The Essential Facilities Doctrine Under United States Antitrust Law**. United States Federal Trade Commission. Disponível em: <<http://www.ftc.gov/os/comments/intelpropertycomments/pitofskyrobert.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013.

<sup>65</sup> *The Sao Paulo-based exchange owner is working to integrate its four clearinghouses across asset classes to lower margin requirements for users by up to 40 percent, BM&FBovespa Chief Executive Officer Edemir Pinto said in 2011. Discussion about opening up the clearinghouse to other trading platforms must wait until after the integration is completed, Chief Financial Officer Eduardo Refinetti Guardia said on a conference call on Aug. 8. Direct competition for the equities exchange isn't likely until 2015, he said.* ESTADOS UNIDOS. **Bloomberg**. ATG, NYSE Euronext Plan Trading Venue for Brazilian Equities. 05. Nov.2012. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2012-11-05/atg-nyse-uronext-plan-trading-platform-for-brazilian-equities.html>>. Acesso em: 01 mai. 2013

para sua unificação,<sup>66</sup> cuja conclusão está prevista para o ano de 2016. Até essa data, alega-se que não haveria condições técnicas de prover acesso a essas infraestruturas.<sup>67</sup>

Desse modo, não há como se concluir de imediato a caracterização, ou não, das infraestruturas de negociação como instalações essenciais. Sem dúvida, uma conclusão sobre o assunto dependeria da análise percuciente pelo regulador das nuances e detalhes mínimos dos fatos, o que aqui não se propõe fazer.

Por fim, *ad argumentandum tantum*, caso fossem os ativos acima mencionados *instalações essenciais*, a BM&FBovespa, como agente maximizador de sua própria utilidade, teria teoricamente os meios, além dos incentivos, para usar essa propriedade de bens de produção<sup>68</sup> com a finalidade de obter vantagens concorrenciais ilícitas no mercado de administração de bolsa.<sup>69</sup>

Ilustrativamente, essas vantagens poderiam ser obtidas por meio da exploração monopolista das instalações essenciais em condutas como “recusa de contratar, de forma a impedir a concorrentes o acesso à infraestrutura de caráter essencial”, “discriminação, por meio da oferta de condições privilegiadas a uma coligada em detrimento de concorrentes”, “subsídio cruzado, em que o monopolista beneficia-se de receitas obtidas de maneira mais segura no segmento monopolizado” e “venda casada, em que se exige de concorrentes que adquiram serviços ou produtos, além do necessário, apenas para lhes aumentar os custos de operação”.<sup>70</sup>

Sem dúvida, essas condutas, caso praticadas, caracterizariam ilícitos concorrenciais, notadamente a conduta prejudicial à livre concorrência, devido à imposição de barreiras à entrada de concorrentes, e o domínio de mercado relevante, devido à conquista de mercado por exploração abusiva do direito de propriedade (abuso de direito), e não por meio de “processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores”.<sup>71</sup>

---

<sup>66</sup> BRASIL. **BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Projeto de Integração da Pós-Negociação (IPN). Disponível em: < <http://ipn.bmfbovespa.com.br/O-Projeto/Introducao-3>>. Acesso em: 28 abr. 2013: *O Projeto de Integração da Pós-Negociação (IPN) é uma iniciativa da BM&FBOVESPA para a criação da câmara de compensação integrada, que consolidará as atividades das quatro "clearings" hoje existentes: ações e renda fixa privada, derivativos, câmbio e ativos. Este processo reúne 15 projetos e exige a introdução de novas tecnologias, conceitos e soluções que irão revolucionar importantes serviços prestados pela Bolsa e ampliar os diferenciais competitivos da companhia no mercado global.*

<sup>67</sup> BRASIL. **Revista Capital Aberto**. Bolsa de Valores S.A. Ano 10, Número 114, Fevereiro 2013. Disponível em: < <http://www.capitalaberto.com.br>>. Acesso em: 01 mai. 2013.

<sup>68</sup> Cf. GRAU, Eros Roberto, op. cit., pp.252. *No mais, quanto à inclusão do princípio da garantia da propriedade privada dos bens de produção entre os princípios da ordem econômica, tem o condão de não apenas afetá-los pela função social – conúbio entre os incisos II e III do art. 170 – mas, além disso, de subordinar o exercício dessa propriedade aos ditames da justiça social e de transformar esse mesmo exercício em instrumento para a realização do fim de assegurar a todos existência digna.*

<sup>69</sup> Adicionalmente, agentes de outros mercados, como os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, poderiam ter interesse em controlar e utilizar essas *instalações essenciais* para obter vantagens indevidas em seus próprios mercados de atuação. Essa preocupação foi abordada no Edital de Audiência Pública nº 06/2007 da CVM.

<sup>70</sup> CASAGRANDE, Paulo L. op. cit. pp. 136-137.

<sup>71</sup> Art. 36, §1º da Lei 12.529.

Em suma, como há potencialidade de infrações à ordem econômica concorrencial, reguladores e participantes do mercado devem ficar atentos.<sup>72</sup>

#### 4.2. Regulação Setorial e Atividade de Administração de Bolsa

O foco da análise passa agora à regulação setorial das entidades administradoras de bolsa, que é a regulação do SFN, especificamente, a regulação emanada do CMN e da CVM. Serão discutidas questões regulatórias tomando como unidade de análise a coexistência de entidades administradoras de bolsa.

Nesse contexto, os questionamentos regulatórios setoriais decorrem principalmente dos ajustes necessários à alteração estrutural do mercado que seria provocada pela entrada de uma nova entidade administradora de bolsa.

Por razões de clareza na exposição, optou-se por agrupar os questionamentos regulatórios deste item em dois grupos, um relativo à produção de “bens públicos”,<sup>73 74</sup>

---

<sup>72</sup> Cf. LEE, Ruben. **The Future of Securities Exchanges**. Prepared for the Brookings/Wharton Conference January-February 2002. Disponível em: <<http://www.oecd.org/finance/financial-markets/18450405.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013, pp.12: *In Europe, unlike in the US, the issue of whether securities exchanges should also provide clearing services, has not been settled and remains also highly controversial. Various benefits have been put forward in support of vertical integration between an exchange and a central counterparty (CCP), or operating what has come to be called in Europe a “vertical silo”. First, vertical integration may let a trading system platform be directly linked with a CCP, so that trades can be electronically matched and routed to the CCP’s clearing system. Such straight-through-processing reduces operational risks by decreasing the manual processing of trades. Second, if an exchange owns a CCP, the exchange may benefit by obtaining a source of revenues from the CCP that is not directly correlated with those arising from other sources available to the exchange. The combined revenue streams may be less volatile than the revenue from the exchange’s other businesses. Third, there may be economies of scope between the different activities undertaken by the exchange and the CCP. Fourth, proponents of the vertical silo model maintain that it does not reduce competition, but rather lets exchanges compete by offering different full service options. Market participants can thereby compare the full service offerings of vertically integrated exchanges (in trading and clearing together), and then choose between these various full service options. Notwithstanding the above arguments, it is predicted here that if exchanges do operate both trading systems and CCPs, then some of their behaviour is likely to be anti-competitive. This prediction is based on two major claims: first, that CCPs have elements of a natural monopoly, and second, that by owning a CCP an exchange may exploit this monopoly to its own advantage in a manner that inappropriately restricts competition by other exchanges and trading systems. The demutualization of exchanges means that they are more likely than before to seek to take advantage of any monopolistic power that owning a CCP might give them, compared to the previous situation where both exchanges and CCPs were operated for the most part as non-profit mutual organizations.*

<sup>73</sup> O conceito de bem público neste artigo não é aquele adotado nas ciências jurídicas, nem aquele adotado no direito positivo brasileiro (artigos 98 a 103 do Código Civil). Nesse artigo, bem público deve ser entendido como “collective consumption goods” cf. SAMUELSON, Paul A. **The Pure Theory of Public Expenditure**. in *The Review of Economics and Statistics*. Cambridge: The MIT Press, v. 36, n. 4, Nov. 1954, p. 387-389: *Therefore, I explicitly assume two categories of goods: ordinary private consumption goods ( $X_1, \dots, X_n$ ) which can be parcelled out among different individuals (1, 2, ..., i, ..., s) according to the relations  $X_j = \sum_1^s X_j^i$ ; and collective consumption goods ( $X_{n+1}, \dots, X_{n+m}$ ) which all enjoy in common in the sense that each individual’s consumption of such goods leads to no subtraction from any other individual’s consumption of that good, so that  $X_{n+1} = X_{n+i}^i$  simultaneously for each and every ith individual and each collective consumptive good.* (grifos nossos)

<sup>74</sup> Tradicionalmente, a literatura aponta como características do bem público a não-rivalidade e a não-exclusividade. Cf. MANKIWI, N.Gregory. op.cit., pp. 226: *Public goods are neither excludable nor rival. That is, people cannot be prevented from using a public good, and one person’s enjoyment of a public good does not reduce another person’s enjoyment of it. For example, national defense is a public good. Once the*

outro relativo a questões de fundo operacional. Não obstante o agrupamento, todos esses questionamentos estão umbilicalmente imbricados.

#### 4.2.1. Produção de Bens Públicos: Formação de Preços, Liquidez e Autorregulação

Partindo-se da premissa que as entidades administradoras de bolsa produzem bens públicos, utilizados não apenas no âmbito de suas atividades e dos mercados que regulam, mas também importantes em diversos segmentos sociais, indagamos se a convivência de duas entidades administradoras de bolsa pode afetar esta dinâmica de produção. Nesse contexto, utilizamos como parâmetros os processos de formação de preços, liquidez de mercados e autorregulação, todos eles inegáveis bens públicos.

Os questionamentos regulatórios que seguem referem-se à cooperação das entidades administradoras e à produção de bens públicos em um contexto de coexistência de bolsas no Brasil. Basicamente, são discutidas possíveis situações em que a atuação individualista das entidades administradoras de bolsa leva a equilíbrios ineficientes, em que, por falta de cooperação, não são produzidos bens públicos em níveis socialmente ótimos.<sup>75</sup>

Importante destacar que as referências a “eficiência” e “otimalidade” nesse artigo não necessariamente remetem à eficiência de Pareto ou outro padrão de eficiência da economia do bem-estar social (*welfare economics*). A “eficiência” ou “otimalidade” buscadas podem estar definidas com base em diversos parâmetros, os quais não se abordam aqui (parâmetros jurídicos, sociais, morais etc). Suficiente para os fins desse artigo é considerar que a atividade regulatória objetiva o melhor para a sociedade dentro dos parâmetros previamente definidos, quaisquer sejam esses parâmetros.<sup>76</sup>

---

*country is defended from foreign aggressors, it is impossible to prevent any single person from enjoying the benefit of this defense. Moreover, when one person enjoys the benefit of national defense, he does not reduce the benefit to anyone else.*

<sup>75</sup> BUCHANAN, James M. **The Limits of Liberty. Between Anarchy and Leviathan**. Chicago/London: The University of Chicago Press. 1975. p. 36-37: *The thrust of the modern theory of public or collective-consumption goods is the demonstration that markets fail to emerge and to produce tolerably efficient results when potential contracts require the simultaneous agreement of many parties. Neither of the efficiency-generating elements of private-goods markets is present in the pure public-goods model. (...) The basic behavioral contrast between private-goods exchange and public-goods exchange is often pointed up by reference to the “free-rider problem” in the latter, although this terminology is itself somewhat misleading. (...) Suppose that many persons (1, 2,..., n) want something done, some “good” that is completely nonrival in usage. David Hume’s example of the drainage of the village meadow is illustrative. Suppose that each of the many villagers knows that the drainage would prove beneficial to him personally if the costs were shared equally among all members of the group. Even more desirable for an individual, however, would be the situation in which the meadow is drained by others, allowing the individual to escape without making any contribution. Each person will be motivated to refrain from voluntary initiation of action here to the extent that he expects his own behaviour to be independent of that of other participants in the potential social interaction. Each person has an incentive, therefore, to try to become a “free rider”, one who secures the benefits of the jointly consumed good or service without participating fully in the sharing of its costs.*

<sup>76</sup> Com isso, não se adota aqui a visão da *Public Interest Theory*. Este artigo debate problemas regulatórios e não o processo político de implementação de soluções de tais problemas. Para um resumo do conceito da teoria da *Public Interest Theory* e suas principais críticas, consultar: POSNER, Richard A. **Theories of Economic Regulation**, in *The Bell Journal of Economics and Management Science*. Vol. 5, Nº 2, Outono 1974, p. 335-358.

Uma primeira questão seria estabelecer uma estrutura regulatória para se alcançar o nível ótimo de investimento em infraestruturas de negociação<sup>77</sup> para que se obtivessem as melhores condições de formação de preços possíveis.<sup>78</sup> A coexistência de entidades administradoras de bolsas poderia levar à fragmentação do processo de formação de preços, que é um bem público.

Cada entidade administradora poderia não ter incentivos para investir na produção da infraestrutura de negociação que garantisse a melhor formação de preços dos ativos negociados, pois o comportamento esperado de cada entidade seria atuar como “carona” (*free rider*)<sup>79</sup> nos investimentos realizados por outras administradoras em infraestrutura de negociação adequada à boa formação de preços dos ativos negociados. Haveria o risco de se investir menos em infraestrutura de negociação do que seria ótimo para produzir o bem público representado pela boa formação dos preços dos ativos,<sup>80</sup> com prejuízos para todo o mercado.

---

<sup>77</sup> No biênio 2011-2012 a BM&FBovespa apresentou um orçamento de investimentos entre 410 e 470 milhões de reais em infraestruturas de negociação (implantação do PUMA Trading System) e pós-negociação. Fonte: Departamento de Relações com Investidores da BM&FBovepa. Disponível em: <[http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/854/BMFBovespa\\_Oramento2012.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/854/BMFBovespa_Oramento2012.pdf)>. Acesso em 01 mai. 2013.

<sup>78</sup> Entende-se o “preço” como o sinalizador natural dos valores de bens e serviços em uma economia de mercado. Cf. STIGLER, George J. **The Theory of Price**. 4ª ed. New York/London: Macmillan. 1987. p.11-18: *Every economic system must somehow perform three functions: First, the composition of the output of goods and services must be determined. Productive resources are versatile so it is always possible to produce more of some goods by producing less of others. Second, the methods of producing the desired outputs must be determined. This is partly a question of technology, but it is also a question of economics: will goods be produced in a few large plants or many medium-sized plants, and with much labor and little machinery or vice versa? Third, the output of goods and services must be divided among the population. These tasks must be faced by Robison Crusoe, a gigantic western nation, an isolated tribe of aborigines, in fact by any society in which human beings dwell. We rely primarily on the price system to make these decisions in an enterprise economy (...) A golfer eventually learns to have immense respect for the golf ball, which unfailingly detects and registers every significant detail of the way in which it is hit. An indecisive thought or attention to a hovering wasp is clearly registered in the ball's course off light, if any. Similarly, the prices that are asked and offered for any commodity are, if not quite so infallible, still remarkably effective messages on demands and production. (...) So a society, even the poorest or most primitive of societies, could make many different things than it does. Correspondingly, consumers could buy many different things than they actually purchase, even putting aside the discovery of new products. Prices are the primary incentives to accomodate production to desires and desires to production possibilities. (grifos nossos)*

<sup>79</sup> BUCHANAN, James M. op.cit. p. 36-37.

<sup>80</sup> BOLTON, Patrick; SANTOS, Tano; SCHEINKMAN, Jose A. **Shadow Finance**. Prepared for the Russell Sage Foundation & The Century Foundation Conference on “Economic Lessons from the Financial Crisis”, September 8-9, 2011. Disponível em: <<http://www.princeton.edu/~joses/wp/ShadowFinance.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013: *One of the most important functions of financial markets is indeed to provide “a means of price discovery of assets”. This is an essential step in the process of capital allocation, risk-sharing, and the provision of liquidity. But price discovery, or in other words, the determination of an asset's value, requires skill, talent and information, which are all in scarce supply. Implicit in Floyd Norris' analysis is the view that price discovery ought to be a public good provided by financial markets. This is consistent with a long tradition in finance scholarship, which holds that financial markets are on average ‘informationally efficient’. That is, equilibrium asset prices on average reflect assets' true (risk-adjusted) fundamental value and thus allow investors to discover assets' true prices (see e.g. Fama, 1970). More precisely, the ‘efficient markets hypothesis’ holds that competitive financial markets produce publicly quoted equilibrium asset prices that on average accurately convey information about fundamental asset values to all. Thus, in essence, according to this hypothesis financial markets are somehow able to overcome a private provision of public goods problem and provide a valuable public service of price discovery.*

Outro questionamento a ser enfrentado pela regulação seria o eventual “enxugamento de liquidez” que poderia decorrer da coexistência de bolsas.<sup>81</sup> A fragmentação da negociação poderia implicar redução ainda maior da liquidez do mercado de ações brasileiro,<sup>82</sup> com graves consequências, pois a liquidez, além de poder ser considerada bem público,<sup>83</sup> é um dos principais atrativos do mercado de bolsa. A redução da liquidez poderia ser ainda mais pronunciada caso as bolsas favorecessem um tipo específico de investidor, com nichos de mercado, represando a liquidez representada por tais investidores.

Como contraponto, poder-se-ia contra-argumentar que a coexistência de bolsas pode aumentar a liquidez, e não diminuí-la,<sup>84</sup> caso fosse constituída uma estrutura funcional que interligasse as bolsas coexistentes e caso os operadores do mercado tivessem fácil acesso a todas as bolsas existentes – sem dúvida alguma, duas grandes lacunas estruturais regulatórias.

Por fim, haveria ainda necessidade de resposta regulatória para os eventuais problemas decorrentes da sobreposição das atividades autorreguladoras das bolsas coexistentes, especialmente, em vista da inexistência de exigência normativa<sup>85</sup> de um conteúdo mínimo de autorregulação que seja aceitável e consensual no mercado

---

<sup>81</sup> A liquidez seria um dos principais fatores de competição entre bolsas concorrentes. Todavia, o mercado poderia ganhar caso a competição ocorra também em outros fatores, como bom atendimento e portfólio de produtos. Nesse sentido CANTILLON, Estelle, YIN, Pai-Ling Yin. **Competition between Exchanges: Lessons from the Battle of the Bund**. May 2011, under revision for the American Economic Review. Disponível em: <<http://www.econ2.uni-bonn.de/downloads/bund-battle-10-july-2011.pdf>>. Acesso em 01 mai 2013, pp.26: *Liquidity matters in Financial markets. This creates a tendency for trading to concentrate on a single exchange and gives incumbent exchanges a first-mover advantage. However, several counteracting forces exist. First, exchanges differ on other dimensions than liquidity. National regulation, product portfolio, and user convenience all provide scope for differentiation and thus a rationale for coexistence*

<sup>82</sup> Exceto por algumas poucas ações que concentram a maior parte da liquidez da bolsa brasileira, a liquidez da maioria dos valores mobiliários negociados no Brasil é muito baixa. Cf. Relatório da Consultoria Oxera, op. cit., pp.33.

<sup>83</sup> “Market liquidity may or may not be excludable, depending on whether the public community considered is that of market participants alone or the entire jurisdiction of a country. But it is even less likely that market liquidity is non-rival, insofar as it relates to the absorption capacity of a market. In the context of the simple framework proposed in the first section of this paper, if an end user enters into a transaction with a liquidity producer, he “consumes” a certain amount of the capital allocated to the market by that producer. This therefore reduces the ability of another end user to initiate another transaction in the same direction with the same producer. Accordingly, the consumption of liquidity by one end user reduces the potential consumption of liquidity by another.” MAREÈ, Arnaud. **Market liquidity and the role of public policy**. European Central Bank. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap12r.pdf>. Acesso em: 01/05/2013.

<sup>84</sup> Relatório da Consultoria Oxera, op. cit., pp.16: *Impacto sobre a liquidez do mercado e os custos implícitos de negociação. A introdução da concorrência no mercado para serviços de negociação e pós-negociação necessariamente causará a certa fragmentação de mercado, embora isso não signifique necessariamente uma perda de liquidez do mercado ou um aumento do spread entre a oferta de compra e a oferta de venda (o custo implícito da negociação). Do ponto de vista teórico, o impacto da fragmentação neste caso é ambíguo, e os resultados apresentados na literatura acadêmica são igualmente ambíguos (vide seção 6) . Em resumo, a fragmentação poderá causar perda de liquidez do mercado se alguns traders não tiverem acesso a todos os locais de negociação, mas poderá melhorar liquidez se o acesso a todos os locais de negociação for bom e as tarifas mais baixas ou melhores serviços que resultem em maiores volumes de negociação.*

<sup>85</sup> Essa conclusão é extraída do §4º do art. 21 da Lei 6.385/76 e do §1º do artigo 36 da ICVM 461.

financeiro. Cada entidade administradora poderia tentar “pegar carona” nos investimentos em atividades autorregulatórias efetuados pela entidade concorrente, consumindo o bem público<sup>86</sup> por esta gerado, sem nada contribuir. Desse modo, cada entidade não teria o incentivo para o investimento em atividades autorregulatórias e, conseqüentemente, a produção desse bem público seria prejudicada.

Ainda quanto às atividades autorregulatórias, a competição entre as entidades administradoras de bolsa poderia refletir-se em parâmetros autorregulatórios cada vez mais frouxos como atrativo a emissores e investidores sensíveis à possibilidade de arbitragem regulatória, ainda que em detrimento do mercado como um todo.<sup>87</sup> Trata-se do fenômeno já conhecido pela literatura regulatória como *race to the bottom*.<sup>88</sup> Nesse cenário, possivelmente a produção do bem público autorregulação dar-se-ia em nível inferior ao socialmente desejável.<sup>89</sup>

#### 4.2.2. Algumas Questões de Fundo Operacional: Suspensão de Negociação e Regra da Melhor Execução (“*Best Execution Rule*”)

Os questionamentos que seguem referem-se a duas questões práticas de fundo operacional (dentre as dezenas existentes), decorrentes da coexistência de bolsas, e que demandariam solução regulatória. São questões para as quais já há tratamento regulatório

---

<sup>86</sup> Considera-se a atividade autorregulatória como bem público no sentido de que a melhoria do funcionamento do mercado proporcionado por essa atividade, e o cumprimento da exigência regulatória da CVM quanto à existência de alguma autorregulação, são “bens” (possuem valor econômico) que atendem à definição dada acima para bens públicos, e, obviamente, apresentam-se como bens não rivais e não exclusivos. Desse modo, não se trata aqui de considerar a autorregulação bem público no sentido da crítica da *Theory of Economic Regulation*. STIGLER, George J. **The theory of economic regulation**, in *The Bell Journal of Economics and Management Science*. Santa Monica: The Rand Corporation, v. 2, n. 1, primavera, 1971, p. 3-21.

<sup>87</sup> Curiosamente, no Edital de Audiência Pública nº 06/2007 da CVM (pp.19), a preocupação quanto a esse tema enfocou mais os efeitos perniciosos à concorrência de uma elevação de padrões regulatórios pelas bolsas e menos o fenômeno do afrouxamento dos padrões regulatórios. Entendemos este enfoque ser reflexo do contexto econômico pré-crise de 2008, quando os paradigmas regulatórios foram repensados.

<sup>88</sup> CAGLIO, Cecilia, PESCATORI, Andrea. **Competition among Exchanges and Enforcement Policy**. IMF Working Paper. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1337.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013: *In the last few decades, the securities industry has experienced dramatic institutional and technological changes that have spurred competition among stock exchanges and induced the proliferation of new trading venues and platforms. While competition has probably lowered transaction fees and costs, the evolution of market centers from mutually-owned to profit-driven competitors has raised concerns that the conflict of interest between their regulatory function and their business operations could trigger a race to the bottom in market surveillance in order to attract trading activity and minimize regulatory costs.*

<sup>89</sup> Vale ressaltar que não há conclusividade na academia quanto à verificação ou não do fenômeno *race to the bottom* na competição entre plataformas de negociação. Ilustrativamente, cf. CAGLIO, Cecilia, PESCATORI, Andrea, op. cit., p. 4-5: *Our paper makes two main contributions to the literature. First, we contribute to the debate about competition and effectiveness of self-regulation in the Financial industry. In particular, we show that when for-profit SROs compete for trading volume, the quality of enforcement policy is penalized. In a paper closely related to ours, Santos and Scheinkman (2001) conclude that competition does not necessarily imply a race to the bottom. In their model, traders may default and may differ in their credit quality. They show that when credit quality is observable, competitive intermediaries require the optimal amount of guarantees, whereas a monopolist demands fewer. If there is private information about credit quality, the result depends on the cost of default. Our analysis shows, on the contrary, that competition is likely to produce a less rigorous enforcement, reduce market participation, and increase the number of frauds, compared to a monopoly situation.*

específico, todavia insuficiente para um cenário de mais de uma entidade administradora de bolsa que atue no mesmo mercado.

Inicialmente, há a necessidade de se equacionar a coordenação dos procedimentos de suspensão de negociação de valores mobiliários nas diferentes bolsas.<sup>90</sup> Isso ocorre porque a regulação atual não prevê expressamente a disciplina dessa coordenação, mas, simplesmente, impõe que as entidades administradoras de mercado individualmente tratem da suspensão de negociação de valores mobiliários em seus respectivos mercados, dispondo, ainda, que a suspensão da negociação de um valor mobiliário em um mercado implica a suspensão da negociação desse mesmo valor em outros mercados, exceto quando os motivos da suspensão da negociação em uma bolsa não sejam aplicáveis às demais bolsas.<sup>91</sup>

Os motivos causadores da suspensão são, muitas vezes, difíceis de serem identificados e sujeitos ao juízo de conveniência e oportunidade das entidades administradoras. Em um contexto de “concorrência” regulatória, situações esdrúxulas poderiam aflorar, o que não seria desejável.

Idealmente, para que sejam estabelecidas as regras e procedimentos para atuação coordenada das administradoras de mercados em relação ao tema da suspensão da negociação, deve-se propor um conjunto de normas para disciplinar explicitamente os procedimentos de coordenação e a divisão de responsabilidades. Outra solução poderia ser a cooperação privada e voluntária das entidades administradoras de mercado no sentido de elaborar políticas de suspensão de negociação de valores mobiliários – o que, obviamente, dependerá da adoção por todas as entidades concorrentes dos mesmos critérios de prudência. De qualquer modo, imprescindível que a CVM, quando necessário, atue para que as regras estabelecidas favoreçam o melhor interesse do mercado.

Outro questionamento a ser enfrentando é a adoção da regra de melhor execução de ordens (*best execution rule*) pelos intermediários na falta de indicação de condições pelo cliente.<sup>92</sup> Estariam os intermediários obrigados a obter autorização para operar em todos os mercados organizados de modo a garantir a melhor execução das ordens dos clientes?<sup>93</sup> Estariam também as entidades administradoras de mercado obrigadas a

---

<sup>90</sup> O questionamento quanto aos procedimentos de suspensão de negociação de valores mobiliários em diferentes bolsas poderia ser enquadrado num rol maior de questionamentos relativos à condução do pregão pelas diferentes entidades administradoras de bolsas. Outros procedimentos relacionados à condução do pregão, como os procedimentos especiais mencionados pela Instrução CVM 168/91, demandariam também um tratamento regulatório para a coordenação entre as entidades administradoras. Esse assunto é muito amplo para o escopo deste texto e poderia ser objeto de um artigo específico.

<sup>91</sup> Art.60, §4º da Instrução CVM 461/07: *A suspensão da negociação de valores mobiliários em mercado organizado acarreta a suspensão da negociação desse mesmo valor mobiliário, ou de outros de que seja ativo subjacente, em outros mercados organizados de valores mobiliários, desde que os motivos que tenham causado a suspensão também os afetem.*

<sup>92</sup> Art. 19 da Instrução CVM 505/11: *O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. Parágrafo único. Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem..*

<sup>93</sup> Essa pergunta poderia ser reformulada para se saber quem deveria ser o responsável por garantir a melhor execução das ordens dos clientes. Por exemplo, nos EUA, o estabelecimento do *National Market System*

autorizar a operação de todos os intermediários?<sup>94</sup> Ou, de outro modo, a regra da melhor execução poderia ser interpretada como a melhor execução dentro das possibilidades do intermediário, a partir da interpretação da expressão do texto normativo “nas melhores condições que o mercado permita”,<sup>95</sup> e do inciso III, do artigo 20 da Instrução CVM 505/11?<sup>96 97</sup>

Nesta seção, objetivamos demonstrar apenas duas, dentre as inúmeras questões de fundo operacional, que deverão ser enfrentadas pelo regulador, de modo a ilustrar a necessidade de reformas pontuais no atual arcabouço normativo, caso a coexistência entre entidades administradoras de bolsa venha a se concretizar. O desenlace desses questionamentos seria de importância fundamental para a higidez do mercado brasileiro, pois a incerteza quanto aos direitos e obrigações das partes é a ruína de um mercado.

## 5. Conclusão

A partir da detecção dos diversos significados que a palavra “bolsa” representa, conclui-se que o regulador do mercado de capitais brasileiro positivou a racionalidade econômica dentro do conceito normativo de “bolsa”, caracterizando-a como o “arquétipo do mercado perfeito”.

O conceito normativo de “bolsa” depende da existência de uma entidade administradora, que é o seu centro de tomada de decisões. Como tal, as entidades

---

(NMS) resultou de um balanceamento de preocupações regulatórias quanto à convivência de múltiplas plataformas de negociação. “The NMS thereby incorporates two distinct types of competition – competition among individual markets and competition among individual orders – that together contribute to efficient markets. (...) Accordingly, the Commission’s primary challenge in facilitating the establishment of an NMS has been to maintain an appropriate *balance* between these two vital forms of competition. It particularly has sought to avoid the extremes of: (1) isolated markets that trade an NMS stock without regard to trading in other markets and thereby fragment the competition among buyers and sellers in that stock; and (2) a totally centralized system that loses the benefits of vigorous competition and innovation among individual markets. Achieving this objective and striking the proper balance clearly can be a difficult task.”<sup>93</sup> Cf. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities and Exchange Commission**. *Regulation NMS (Release No. 34-51808)*. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em: 28 abr. 2013. p.12-13

<sup>94</sup> Os artigos 70 a 72 da Instrução CVM 461/09 sugerem resposta negativa para essa indagação.

<sup>95</sup> Art. 19 da Instrução CVM 505/11 *caput in fine*.

<sup>96</sup> Art. 20 da Instrução CVM 505/11: *O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a: (...) III – assegurar que os clientes sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados.*

<sup>97</sup> O tema da *best execution rule* está intimamente associado ao problema do bem público formação de preço tratado mais acima. A possibilidade de fragmentação do mercado de bolsa para permitir a competição leva às dificuldades com o *best execution rule* e conseqüentemente com a formação de preços (a boa formação de preços está condicionada à execução das ordens pelo melhor preço. Esse tema é reconhecido pela SEC: *The difficulty, however, is that competition among multiple markets trading the same stocks can detract from the most vigorous competition among orders in an individual stock, thereby impeding efficient price discovery for orders of all sizes. The importance of competition among orders has long been recognized. (...) To the extent that competition among orders is lessened, the quality of price discovery for all sizes of orders can be compromised. Impaired price discovery could cause market prices to deviate from fundamental values, reduce market depth and liquidity, and create excessive short-term volatility that is harmful to long-term investors and listed companies. More broadly, when market prices do not reflect fundamental values, resources will be misallocated within the economy and economic efficiency – as well as market efficiency – will be impaired.* Cf. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities and Exchange Commission**. *Regulation NMS (Release No. 34-51808)*. p.14-15.

administradoras oferecem serviços de infraestrutura para negociação de títulos e valores mobiliários e determinam regras a que os agentes relacionados às bolsas estão sujeitos.

As entidades administradoras não prestam serviço público, muito embora seja inegável o interesse público de suas atividades. Atuando como auxiliares da CVM no exercício de seu poder de polícia estatal, as entidades administradoras praticam atividade econômica, empresarial ou não, reservada aos agentes privados. Assim, imputam-se-lhes as normas tanto do SBDC quanto do SFN.

No atual arranjo institucional do mercado de capitais brasileiro, a BM&FBovespa é a única entidade administradora de bolsa de títulos e valores mobiliários operante. Esse fato, por si só, justifica a existência de questionamentos teóricos de ordem concorrencial e setorial, como o recente Relatório da Consultoria Oxera sobre os custos e benefícios em mudar a estrutura competitiva deste mercado.<sup>98</sup>

Adicionalmente, deve-se ter em mente que a BM&FBovespa presta, além dos serviços de infraestrutura necessários para a organização da atividade bursátil, serviços opcionais de pós-negociação, em uma verdadeira manifestação de integração vertical da cadeia produtiva, que dificulta, ainda mais, novos entrantes no setor.

Tanto a atual situação de monopólio de fato quanto a possibilidade de coexistência entre bolsas levantam questionamentos de natureza regulatória, concorrencial e setorial, atualmente sem respostas.

Sob o prisma concorrencial, as atividades verticalmente integradas da BM&FBovespa poderiam chamar a atenção das autoridades responsáveis pelo SBDC. A problemática reside na propriedade exclusiva das infraestruturas de pós-negociação, notadamente, as *clearings* e a custódia centralizada de valores mobiliários, que, se caracterizadas como instalações essenciais, teriam o condão de ensejar condutas infratoras à ordem econômica.

Do ponto de vista da regulação setorial, a partir do inegável reconhecimento que a atividade bursátil produz bens públicos, tais como formação eficiente de preços, liquidez do mercado e regras de autorregulação, conclui-se que a convivência de duas entidades administradoras de bolsa, no contexto do atual arcabouço jurídico aplicável, poderia afetar esta dinâmica, sendo necessária atuação do regulador. Na mesma linha, necessária seria a atuação da CVM em diversos assuntos operacionais de fundo, dentre os quais destacamos as regras referentes à suspensão de negociação e à melhor execução de ordens.

O cada vez mais relevante mercado de capitais brasileiro deve creditar o seu sucesso ao ambiente institucional em que se insere. Dentre os esforços regulatórios atualmente existentes, os temas do monopólio da BM&FBovespa e da coexistência de outras bolsas devem fazer parte da agenda de pesquisa dos reguladores e estudiosos do mercado.

---

<sup>98</sup> Relatório da Consultoria Oxera, op. cit.

## **Bibliografia Preliminar:**

BLACK, Bernard S. Strengthening Brazil's Securities Market, *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros Editores, n. 120, outubro/dezembro 2000.

BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro. *in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 12, 2001 (ed. Original, 1959).

BAUMOL, William J. *Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure*, *in The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 72, n. 1, Mar. 1982.

BOLTON, Patrick, SANTOS, Tano, SCHEINKMAN, Jose A. **Shadow Finance**. Prepared for the Russell Sage Foundation & The Century Foundation Conference on "Economic Lessons from the Financial Crisis", September 8-9, 2011. Disponível em: <<http://www.princeton.edu/~joses/wp/ShadowFinance.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013.

BUCHANAN, James M. **The Limits of Liberty. Between Anarchy and Leviathan**. Chicago/London: The University of Chicago Press, 1975.

BUCHANAN, James M.; STUBBLEBINE WM. Craig. *Externality*, *in Economica*, New Series. v.29, n.116. New Jersey: Wiley, Nov 1962.

CAGLIO, Cecilia, PESCATORI, Andrea. **Competition among Exchanges and Enforcement Policy**. IMF Working Paper. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1337.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013.

CANTILLON, Estelle, YIN, Pai-Ling Yin. **Competition between Exchanges: Lessons from the Battle of the Bund**. May 2011, under revision for the American Economic Review. Disponível em: <<http://www.econ2.uni-bonn.de/downloads/bund-battle-10-july-2011.pdf>>. Acesso em 01 mai 2013.

CASAGRANDE, Paulo L. Regulação Pró-Concorrencial de Acesso a Ativos de Infraestrutura: Regime Jurídico e Aspectos Econômicos, *in* SCHAPIRO, Mário Gomes (Coord.). **Direito Econômico Regulatório**. Série GV-law. São Paulo: Saraiva, 2010.

COMPARATO, Fabio Konder. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto, *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 60, outubro/dezembro 1985.

COURCOUBETIS, Costas. WEBER, Richard. **Pricing communication networks: economics, technology, and modelling**. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. Wiley-Interscience series in systems and optimization. 2003.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 25.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

FERRAZ JR., Tercio Sampaio. **Introdução ao Estudo do Direito Técnica, Decisão e Dominação**. São Paulo: Atlas, 2007.

FRIEDMAN, Thomas L. **The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century**. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2005.

GORGA, Erica Cristina Rocha. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 14.ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

LEE, Ruben. **The Future of Securities Exchanges**. Prepared for the Brookings/Wharton Conference January-February 2002. Disponível em: <<http://www.oecd.org/finance/financial-markets/18450405.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013.

MANKIW, N. Gregory. **Principles of Economics**. 5.ed. Mason: South-western Cengage Learning, 2011.

MARÈS, Arnaud. **Market liquidity and the role of public policy**. European Central Bank. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap12r.pdf>. Acesso em: 01/05/2013.

MARQUES, Floriano A. *Regulação setorial e autoridade antitruste. A importância da Independência do Regulador*, in CAMPILONGO, Celso. Fernandes; ROCHA Jean Paul Cabral Veiga; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **Concorrência e Regulação do Sistema Financeiro**. São Paulo: Max Limonad, 2002.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle Acionário: Alienação e Tomada**. Tese de Livre-Docência Apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2011.

NORTH, Douglass C. **Institutions, institutional change and economic performance**. New York: Cambridge University Press, 1990.

PITOFISKY, Robert. **The Essential Facilities Doctrine Under United States Antitrust Law**. United States Federal Trade Commission. Disponível em: <<http://www.ftc.gov/os/comments/intelpropertycomments/pitofskyrobert.pdf>>. Acesso em 01 mai. 2013.

POSNER, Richard A. **Antitrust Law**. 2.ed. Chicago/London: University of Chicago Press, 2001.

\_\_\_\_\_. **Theories of Economic Regulation**, in The Bell Journal of Economics and Management Science. Vol. 5, Nº 2, Outono 1974, pp. 335-358.

SAMUELSON, Paul A. **The Pure Theory of Public Expenditure**, in The Review of Economics and Statistics. Cambridge: The MIT Press, v. 36, n. 4, nov. 1954.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)**. 2.ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

STIGLER, George J. **The theory of economic regulation**, in *The Bell Journal of Economics and Management Science*. Santa Monica: The Rand Corporation, v. 2, n. 1, primavera, 1971.

\_\_\_\_\_. **The Theory of Price**. 4ª ed. NewYork/London: Macmillan. 1987. p.11-18

SZTAJN. Regulação e o mercado de valores mobiliários, in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: Malheiros, n. 135, julho/setembro 2004.

\_\_\_\_\_. Contratos de Bolsa, in BITTAR, Carlos Alberto (Coord.). **Novos Contratos Empresariais**. São Paulo: RT, 1990.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

\_\_\_\_\_. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários, in **Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, outubro/dezembro 2006.

#### **Legislação, Autorregulação:**

BRASIL. **BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Acesso Direto ao Mercado (DMA). Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-negociacao/acesso-direto-ao-mercado-dma/o-que-e.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. **BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Co-location (LAN). Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-negociacao/conexoes-de-acesso/co-location.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. **BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Projeto de Integração da Pós-Negociação (IPN). Disponível em: <<http://ipn.bmfbovespa.com.br/O-Projeto/Introducao-3>>. Acesso em: 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. **BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros**. Orçamento de Despesas Ajustadas e Investimentos 2012. Disponível em: <[http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/854/BMFBovespa\\_Oramento2012.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/854/BMFBovespa_Oramento2012.pdf)>. Acesso em 01/05/2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Edital de Audiência Pública Nº 06/2007. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução n.º 168, de 23 de dezembro de 1991. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução n.º 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 25 fev. 2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução n.º 461, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 23 fev. 2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução n.º 467, de 10 de Abril de 2008. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 22 fev. 2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução n.º 505, de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Relatório de Análise SDM – Processo nº2003/11142. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. **Comissão de Valores Mobiliários**. Relatório da Consultoria Oxera sobre os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação no Brasil, de junho de 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/Oxera%20report%20180612%20Portuguese%20version.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2013.

\_\_\_\_\_. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Conselho Monetário Nacional**. Resolução n.º 2.690, de 28 de janeiro de 2000. Disponível em: <[www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br)>. Acesso em: 22 mai. 2011.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 4.728**, de 14 de julho de 1965, disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 6.385**, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada, dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 6.404**, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada, dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 10.303**, de 31 de outubro de 2001, conforme alterada, altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 10.406**, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada, institui o Código Civil. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso 01 mai. 2013.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 12.529**, de 30 de novembro de 2011, dispõe sobre o mercado sistema brasileiro de defesa da concorrência, dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica, entre outras disposições. Disponível em <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso 01 mai. 2013.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities and Exchange Commission**. Concept Release on Equity Market Structure (Release No. 34-61358). Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2013.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities and Exchange Commission**. *Regulation NMS (Release No. 34-51808)*. Disponível em: <<http://www.sec.gov>>. Acesso em: 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. **Bloomberg**. ATG, NYSE Euronext Plan Trading Venue for Brazilian Equities. 05. Nov.2012. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2012-11-05/atg-nyse-uronext-plan-trading-platform-for-brazilian-equities.html>>. Acesso em: 01 mai. 2013.