

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS – 2008/2009

Diego Jardim Carvalho

AS CAUSAS DA DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES

Porto Alegre

2010

Diego Jardim Carvalho

AS CAUSAS DA DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES

Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Mercado de Capitais.

Orientador: Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre

2010

Diego Jardim Carvalho

AS CAUSAS DA DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES

Material para consulta na homepage da Biblioteca da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, disponível em <http://biblioteca.ea.ufrgs.br/index.asp> / Normas para Apresentação de Trabalhos Acadêmicos.

Conceito final:

Aprovado em dede.....

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. – Instituição

Prof. Dr. – Instituição

Prof. Dr. – Instituição

Orientador – Prof. Dr. – Instituição

RESUMO

Este trabalho aborda a desmutualização das bolsas de valores, buscando, na literatura existente sobre o tema, identificar as razões que levaram essas organizações a adotar novas estruturas de propriedade e governança. Para tanto, serão analisados fatores competitivos, tecnológicos e institucionais, a fim de determinar a importância relativa de cada um na transformação das bolsas em organizações desmutualizadas.

Sumário

Introdução.....	1
1 Panorama histórico dos processos de desmutualização das bolsas de valores.....	4
2 As bolsas e suas formas organizacionais.....	11
<i>2.1 As bolsas de valores vistas como firmas e a importância da análise de suas estruturas de propriedade e governança.....</i>	<i>11</i>
<i>2.2 As estruturas de propriedade e governança adotadas pelas bolsas.....</i>	<i>18</i>
2.2.1 A estrutura mutualizada.....	18
2.2.2 A estrutura desmutualizada.....	20
3 Análise comparativa das estruturas mutualizada e desmutualizada.....	22
<i>3.1 As ineficiências associadas às diferentes formas organizacionais.....</i>	<i>23</i>
3.1.1 Dificuldades relacionadas à captação de recursos.....	24
3.1.2 Problemas de agência.....	24
3.1.3 Tomada de decisão coletiva.....	26
<i>3.2 As vantagens e desvantagens da estrutura mutualizada.....</i>	<i>29</i>
<i>3.3 As vantagens e desvantagens da estrutura desmutualizada.....</i>	<i>32</i>
4 Fatores determinantes da desmutualização das bolsas de valores.....	35
<i>4.1 Teorias sobre a organização interna das bolsas.....</i>	<i>37</i>
<i>4.2 Os fatores determinantes da desmutualização das bolsas.....</i>	<i>40</i>
4.2.1 Inovações tecnológicas.....	41
4.2.2 Competição e consolidação.....	43
4.2.3 Mudanças institucionais.....	47
Considerações Finais.....	49
Referências Bibliográficas.....	51

Introdução

Stock exchanges, it has become clear, are not public utilities at all: they are money-making enterprise (The Economist, 3 de maio de 2001)

A *desmutualização* de uma bolsa de valores consiste no processo de conversão de suas estruturas de propriedade e governança do qual resulta a sua transformação em uma organização cujos direitos de propriedade são possuídos por agentes externos (Treptow, 2006, p. 1). Dito de outra maneira, a desmutualização implica o abandono da estrutura mutualizada, caracterizada pelo fato de os usuários diretos do produto fornecido pela organização serem, ao mesmo tempo, os detentores dos seus títulos patrimoniais.

Em todo o mundo, companhias seguradoras¹ e bancos de poupança (como os *mutual savings banks*) - tradicionalmente organizados sob a forma mutualizada – têm buscado adotar as estruturas de propriedade e governança das grandes companhias de capital aberto, a fim de alcançar uma maior competitividade. No entanto, o setor do mercado financeiro que vem passando pelas maiores reestruturações é o das bolsas de valores. Conforme relatórios publicados pela International Organization of Securities Commissions (IOSCO), tem-se observado, desde meados dos anos 1990, uma tendência crescente à desmutualização das bolsas, o que vem afetando companhias, investidores e intermediários financeiros no mundo inteiro. Para se ter uma idéia da magnitude dessas transformações, ao final de 2004, a capitalização de mercado das bolsas desmutualizadas já superava em muito à daquelas que ainda mantinham a estrutura tradicional: considerando-se a capitalização de mercado total das bolsas do mundo naquele ano (US\$ 37,2 trilhões), mais de 70% cabia às bolsas desmutualizadas e listadas, 18% às bolsas desmutualizadas não-listadas e apenas 11% às bolsas mutualizadas, segundo estatísticas divulgadas pela World Federation of Exchanges (WFE).

Assim, cabe questionar os motivos dessa reestruturação em nível mundial: quais são os fatores que vêm determinando a desmutualização das bolsas, dentre as quais, a da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). A partir da leitura de estudos estrangeiros, o presente trabalho pretende identificar as razões que motivaram a recente transformação das estruturas de propriedade e governança dessas

¹ Durante a década de 1990 e o início dos anos 2000, houve uma onda de desmutualizações no mercado de seguros norte-americano. Vale destacar os processos de desmutualização da Metlife, uma das maiores seguradoras de vida daquele país, concluído em abril de 2000, e da Prudential, ocorrido em 2001.

organizações. Além desse objetivo de caráter geral, o trabalho possui uma série de objetivos específicos, relativos a cada capítulo, a seguir descritos.

O primeiro capítulo apresentará um breve panorama histórico do movimento de mundial de reestruturação das bolsas. Essa análise terá por base, dentre outros estudos, os relatórios publicados pela IOSCO, WFE e Federation of European Exchanges (FESE). Além disso, serão comentados os processos de desmutualização em curso, bem como aqueles recentemente anunciados.

Objetivando uma melhor compreensão das estruturas de propriedade e governança adotadas pelas bolsas, o segundo capítulo descreverá as principais características e peculiaridades das estruturas mutualizada (na qual os beneficiários diretos dos serviços prestados pela bolsa são, ao mesmo tempo, os seus proprietários) e desmutualizada (na qual os beneficiários diretos dos serviços prestados pela bolsa não necessariamente se confundem com os seus proprietários).

Posteriormente, o terceiro capítulo fará uma comparação entre as estruturas mutualizada e desmutualizada, buscando identificar as vantagens e desvantagens por elas proporcionadas aos participantes da organização (proprietários e usuários). A análise realizada neste capítulo basear-se-á principalmente nos estudos de Hansmann (2000) e Hart & Moore (1996). Argumentos também serão derivados dos trabalhos de North (2006), sobre mudanças institucionais, e de Olson (2004), sobre o processo de tomada de decisão coletiva no interior das organizações.

Mediante uma revisão da literatura, o quarto capítulo apresentará os argumentos que buscam explicar as causas da desmutualização das bolsas, isto é, as principais razões que vêm determinando a modificação das estruturas de propriedade e governança dessas organizações e o conseqüente abandono da forma mutualizada. Assim, serão analisados fatores como pressão concorrencial, inovações tecnológicas, mudanças institucionais, integração econômica, entre outros.

Os estudos sobre a desmutualização das bolsas de valores são relativamente recentes e, em geral, apóiam-se sobre o arcabouço teórico das novas versões da *teoria da firma*, voltadas, dentre outras aplicações, à análise das estruturas e processos internos das organizações. Apesar da grande diversidade de teorias que buscam explicar a existência, limites e estrutura das firmas, este trabalho tentará, na medida do possível, integrar os conhecimentos proporcionados por cada uma delas, adaptando-os à realidade das bolsas. Com isso, pretendemos trazer uma contribuição ao estudo dessas organizações, particularmente no que

se refere ao seu papel econômico e aos fatores determinantes de sua estrutura interna, visto serem ainda poucos os trabalhos sobre este tema, especialmente no Brasil.

1 Panorama histórico dos processos de desmutualização das bolsas de valores

Em todo o mundo, as bolsas geralmente assumiram a forma de organizações mutualizadas desprovidas de finalidade lucrativa. No Brasil, até pouco tempo, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) consistiam em associações civis que não visavam ao lucro, tampouco a maximizar o valor dos seus títulos patrimoniais.

Contudo, no começo dos anos 1990, teve início um movimento global de reestruturação das bolsas que se estende até hoje. Desde então, um número considerável de bolsas de valores e derivativos sofreram modificações em suas estruturas de propriedade e governança, o que ensejou alterações nas estratégias e no rol de produtos por elas oferecidos ao mercado. De acordo com uma pesquisa realizada em 2005 pela World Federation of Exchanges (WFE) junto a trinta e oito bolsas do mundo inteiro, onze possuíam uma estrutura desmutualizada, onze eram companhias de responsabilidade limitada com capital aberto, quatro eram companhias de responsabilidade limitada com capital fechado, e apenas cinco ainda conservavam a estrutura mutualizada (outras sete bolsas apresentavam uma estrutura de governança não especificada).³ Paralelamente à onda de desmutualizações, outro movimento de caráter não menos abrangente – o de fusões e aquisições - vem modificando a estrutura do setor, que tende cada vez mais à consolidação em nível mundial. Como será visto, a desmutualização normalmente é uma etapa que precisa ser cumprida pelas bolsas que pretendem realizar uma operação de F&A.

Vale salientar que a desmutualização não necessariamente implica a abertura de capital da bolsa e o lançamento de suas ações no mercado. Em alguns casos, as bolsas limitaram-se a abandonar a estrutura mutualizada, adotando, em seu lugar, a forma de uma companhia com estrutura de propriedade fechada. Outras foram desmutualizadas e tornaram-se subsidiárias de *holdings* de capital aberto.⁴⁻⁵ Além disso, é importante frisar que a

³ WFE. Executive Summary from the WFE Governance of Exchanges Survey, março 2006. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/publications/Executive%20Summary%20for%20the%20WFE%20Governance%20of%20Exchanges%20Survey%20-%20March%202006.pdf>> Acesso em: 23 mai. 2008.

⁴ IOSCO. Issues Paper on Exchange Demutualization. IOSCO's Technical Committee, junho 2001. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2008.

⁵ Segundo dados contidos em relatório da Federation of European Exchanges (FESE) de 2007, algumas bolsas européias que operam como companhias com fins lucrativos não listaram suas ações, a exemplo da London Metal Exchange (derivativos), da Bolsa de Valores de Luxemburgo e da suíça SIX Group (SIX Swiss Exchange & SWX Europe).

desmutualização não é condição necessária à transformação das bolsas em organizações com fins lucrativos, muito embora esse seja um dos motivos que as impelem a modificar suas estruturas de propriedade e governança. Em realidade, existem bolsas mutualizadas que já operam visando ao lucro.

A Bolsa de Estocolmo (*Stockholmsbörsen*) foi a primeira a ser desmutualizada: em 1993, tornou-se a primeira bolsa com fins lucrativos e, em 1998, listou suas ações (Treptow, 2006, p. 79). No entanto, a primeira bolsa a completar integralmente o processo de desmutualização – i.e., da desmutualização propriamente dita até o lançamento das ações no mercado - foi a Australian Stock Exchange (ASX), a qual listou seus papéis em outubro de 1998.

Em 1994, duas grandes bolsas norte-americanas – a Chicago Mercantile Exchange (CME) e a New York Mercantile Exchange (NYME) - anunciaram a intenção de transformar-se em companhias abertas, o que estimulou o debate em torno da governança das bolsas nos EUA (Hart & Moore, 1996, p. 55). Entretanto, a primeira bolsa norte-americana a ser desmutualizada, mesmo que parcialmente, foi a Pacific Exchange (PCX), em 2001. Em novembro do mesmo ano, a Chicago Mercantile Exchange (CME) foi integralmente desmutualizada, convertendo seus títulos patrimoniais em ações negociadas na Chicago Mercantile Exchange Inc., fato conhecido como *auto-listagem*.

No Canadá, a Toronto Stock Exchange (TSX), maior bolsa daquele país em termos de capitalização de mercado, concluiu o processo de desmutualização em abril de 2000, lançando ações no mercado ao tornar-se uma corporação com fins lucrativos. Em maio de 2001, adquiriu a Canadian Venture Stock Exchange (CDNX). A exemplo de outras bolsas, a TSX vem empreendendo esforços para atrair empresas estrangeiras para o seu mercado. Em 2005, enviou uma delegação à China especialmente para esse fim, fato que reflete a intensificação da concorrência no setor.

Ainda em 1998, a tendência crescente de reestruturação das bolsas, especialmente na Europa, chamou a atenção das autoridades reguladoras norte-americanas para a obsolescência das bolsas tradicionais, que operavam como entidades sem fins lucrativos. Demonstrando preocupação quanto à competitividade e à eficiência do setor, a Securities and Exchange Commission (SEC) publicou, em dezembro daquele ano, a Regra No. 34-40760, a qual autorizou a operação de bolsas com fins lucrativos e estabeleceu regras para o funcionamento dos chamados ATSS (*Alternative Trading Systems*), consistentes em sistemas

computadorizados operados por corretoras (*broker-dealers*) que desempenham muitas das funções de uma bolsa tradicional.⁶⁻⁷ Nesse documento, a Comissão defendia o novo marco regulatório para o setor e justificava as emendas ao *Securities Exchange Act* de 1934, argumentando que a flexibilização da legislação promoveria a eficiência e intensificaria a competição. Claramente, o objetivo da SEC era o de encorajar a inovação e promover uma maior concorrência tanto entre as bolsas como entre estas e os sistemas alternativos de negociação. Segundo a Comissão, isso proporcionaria uma maior proteção aos investidores, visto que haveria menos barreiras à entrada de novos participantes, i.e., de sistemas alternativos de negociação ou mesmo de bolsas com diferentes estruturas de propriedade e governança (tais como aquelas que se estruturam a fim de obter lucro).⁸

A revista *Economist* já apontava para a necessidade de uma ampla reestruturação do setor em 1999, ano em que sete dentre as maiores bolsas mundiais – incluindo a New York Stock Exchange (NYSE) e a London Stock Exchange (LSE) – começavam a considerar as hipóteses de desmutualização e de posterior abertura de capital.⁹ Segundo a revista britânica, a introdução das redes eletrônicas de negociação - os chamados ECNs (*Electronic Communications Networks*)¹⁰ -, constituía a maior ameaça às bolsas tradicionais. Os ECNs são uma classe especial dos ATs e consistem em sistemas computadorizados que eliminam a necessidade de intermediários encarregados de executar as ordens (em geral, grandes bancos de investimento membros das bolsas), possibilitando a realização de transações diretas entre os clientes da corretora que opera o sistema. Assim, o espaço físico e a negociação cara-a-cara, característicos das bolsas mutualizadas, tornaram-se não apenas prescindíveis como também economicamente inviáveis diante da maior eficiência dos ECNs, evidenciada pelos seus menores custos operacionais.

⁶ Os sistemas alternativos de negociação realizam o processamento e a execução de ordens. Muitas ATs internalizam o fluxo de ordens, casando ordens de compra e venda dos seus próprios clientes, o que lhes permite tomar para si uma parcela da liquidez das bolsas tradicionais.

⁷ Por essa regra, a SEC permitiu que os sistemas alternativos de negociação fossem registrados como corretoras (*broker-dealers*) ou como bolsas de valores.

⁸ <http://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>

⁹ "Farewell to the floor?(traditional stock exchanges faced with necessity of change)(Industry Overview)(Statistical Data Included)." *The Economist (US)* 352.8131 (August 7, 1999): 61. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

¹⁰ As bolsas começaram a perder espaço para os ECNs, a exemplo do Instinet (adquirido pela Reuters Holdings), Bloomberg Tradebook, Island e Archipelago. Em 2001, eles já constituíam uma ameaça às grandes bolsas, como a Nasdaq: segundo a *Economist*, àquela época, cerca de 30% das transações envolvendo ativos negociados na bolsa eletrônica norte-americana ocorriam fora do seu mercado organizado. "Exchange places." *The Economist (US)* (May 5, 2001): 3. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

A reação das bolsas tradicionais à nova ameaça era previsível: executivos como Richard Grasso, ex-CEO da NYSE, alertavam para os supostos perigos da fragmentação do mercado trazidos pela concorrência dos ECNs, o que, segundo ele, poderia reduzir a liquidez, dificultando o processo de formação dos preços. Para a *Economist*, esse argumento carecia de razão, uma vez que as redes computadorizadas disponibilizavam o acesso simultâneo a inúmeros mercados. Em realidade, o principal fator que possibilitou à NYSE manter sua competitividade e posição hegemônica por um bom tempo frente à concorrência dos ECNs foi a sua extraordinária liquidez: uma vez tendo captado a maior parcela do volume de transações, desfrutava de economias de escala que lhe permitiam oferecer seus serviços a um preço inferior mesmo àqueles praticados por bolsas e/ou sistemas de negociação mais eficientes, visto que seus elevados custos operacionais podiam ser diluídos entre um grande número de negócios.¹¹ Contudo, o inevitável acabou acontecendo, e a NYSE, acompanhando o processo de reestruturação do setor, anunciou seu plano de desmutualização e abertura de capital. Paralelamente ao lançamento de suas ações no mercado em março de 2006, a bolsa norte-americana introduziu gradualmente sistemas eletrônicos de negociação em substituição ao tradicional *floor trading*.

O advento dos ECNs alterou a própria concepção de bolsa de valores. Segundo a *Economist*, muitas bolsas estabelecidas tornaram-se companhias com fins lucrativos devido à pressão concorrencial exercida pelas redes eletrônicas, que, por serem organizadas como empresas, tinham maior flexibilidade para tomar decisões. Além disso, as bolsas tradicionais almejavam captar recursos para promover reformas e investir em novas tecnologias, a fim de manter sua competitividade. O primeiro sistema eletrônico de negociação a pleitear a condição de bolsa junto à SEC foi a hoje denominada International Securities Exchange (ISE), uma bolsa norte-americana de opções. Além dela, outros ECNs, como Archipelago e Island, solicitaram autorização à SEC para operar como bolsas.

Na Europa, a onda de desmutualizações intensificou-se a partir de 2000, ano em que a desmutualização da LSE foi finalmente aprovada pelos seus membros. Dando seguimento ao processo de transformação de suas estruturas de propriedade e governança, a bolsa britânica abriu seu capital e teve suas ações listadas em julho de 2001. Ainda em 2000, houvera uma tentativa malsucedida de fusão com a Deutsche Börse: afora as preocupações quanto à viabilidade da operação – já que cada bolsa permaneceria sujeita a uma legislação distinta -, muitos acionistas da LSE opunham-se ao negócio por discordarem da participação que a

¹¹ "Exchange places." *The Economist (US)* (May 5, 2001): 3. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

Deutsche Börse teria no capital da nova bolsa (50%), a qual seria denominada iX.¹² Após as investidas igualmente infrutíferas da Nasdaq para a aquisição da LSE em 2006, a bolsa britânica iniciou tratativas com a Borsa Italiana visando à fusão entre ambas, operação que veio a se concretizar em 2007. Por seu turno, a Deutsche Börse adquiriu a ISE em 2007 pela cifra de US\$ 2,8 bilhões. Atualmente, a ISE é uma subsidiária integral da Eurex, a maior bolsa de derivativos da Europa, de propriedade da Deutsche Börse em conjunto com a SIX Swiss Exchange.

Em 6 de dezembro de 2005, os membros da NYSE aprovaram a abertura de capital e a fusão com a bolsa eletrônica Archipelago. No ano seguinte, houve uma disputa entre a NYSE e a Deutsche Börse pela fusão com a Euronext, bolsa formada pela união das bolsas de Paris, Amsterdã, Bruxelas e Lisboa. A batalha foi vencida pela NYSE, que concluiu o processo de fusão com a Euronext em abril de 2007, surgindo daí a primeira bolsa transatlântica do mundo. A Euronext, por sua vez, já havia adquirido a LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) em 2002.

As bolsas asiáticas acompanharam a onda de desmutualizações verificada na Europa. Ainda em dezembro de 1999, a Singapore Exchange Limited (SGX) foi desmutualizada, assumindo a forma legal de uma companhia com fins lucrativos. Suas ações foram admitidas à negociação em 23 de novembro de 2000 na SGX-ST (Singapore Securities Trading Limited), que consiste numa subsidiária integral da SGX. Por sua vez, a Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx) foi desmutualizada em março de 2000, também assumindo a forma legal de uma companhia com fins lucrativos. Em 2001, duas outras bolsas seguiram o caminho da desmutualização: a Philippine Stock Exchange (PSE), no mês de agosto, e a Tokyo Stock Exchange (TSE), em novembro do referido ano.

A desmutualização também se afigura como tendência mesmo em regiões dotadas de instituições e mercados pouco desenvolvidos. No continente africano, a Bond Exchange of South Africa Limited (BESA) desmutualizou-se em dezembro de 2007, tornando-se uma companhia com ações listadas em bolsa. Com essa medida, a BESA pretendia captar fundos para ampliar sua infraestrutura física e diversificar o seu rol de serviços. A Nairobi Stock Exchange (NSE), maior bolsa em termos de capitalização de mercado das regiões central e leste do continente, também planeja desmutualizar-se. De acordo com o *Yearbook* 2007 da African Securities Exchanges Association (ASEA), a NSE vem estudando, em conjunto com a Uganda Stock Exchange (USE), a possibilidade de uma fusão após a conclusão dos

¹² "Europe's stock exchanges." *The Economist* (US) 356.8188 (Sept 16, 2000): 83. [Academic OneFile](http://academic.onefile.com). Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

processos de desmutualização de ambas as bolsas. Conforme o mesmo documento, a Zimbabwe Stock Exchange (ZSE) também pretende desmutualizar-se nos próximos anos.

Na América Latina¹⁵, a Bovespa foi a mais importante bolsa a passar pelo processo de desmutualização, em agosto de 2007. Seus títulos patrimoniais, que, ao tempo do anúncio do plano de reorganização, possuíam valor de face de R\$ 1,22 milhão, foram vendidos por R\$ 7,64 milhões em um leilão eletrônico realizado em maio de 2007.¹⁶ Em junho do mesmo ano, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atenta à necessidade de reestruturação do setor, propôs regras para a abertura de capital das bolsas.¹⁷ Dentre elas, estava a exigência de manutenção de um conselho de administração com maioria de membros independentes e um de conselho de auto-regulação separado das atividades administrativas, a fim de mitigar os eventuais conflitos de interesse que pudessem surgir do duplo papel desempenhado pelas bolsas desmutualizadas - de entidade auto-reguladora e de organização com fins lucrativos. A Instrução nº 461 da CVM de outubro de 2007, que, dentre outras matérias, regula a constituição e o funcionamento das bolsas, contemplou essa proposta em seus artigos 14, 19 e 37. Este último dispositivo determina que a entidade administradora da bolsa deve estabelecer um conselho de auto-regulação funcionalmente e orçamentariamente autônomo em relação ao conselho de administração. Outra preocupação da Comissão foi a de limitar a parcela do capital da entidade administradora da bolsa que poderia ser detida por um único investidor, com o objetivo de evitar a tomada de controle por parte de um acionista cujos interesses não estivessem alinhados aos do mercado.¹⁸ Essa regra, justificável enquanto não houver uma efetiva concorrência no mercado pelo controle corporativo das bolsas de valores, foi instituída no art. 33. Além disso, para estimular a concorrência no setor, a Instrução nº 461, em seu art. 51, determinou às bolsas a obrigatoriedade de ceder sua estrutura a eventuais interessados na criação de novos ambiente de negócios.

¹⁵ Outros exemplos de bolsas desmutualizadas na América Latina incluem a BMV - Bolsa Mexicana de Valores, a BVC - Bolsa de Valores de Colômbia, a Bolsa de Comercio de Santiago e a Bolsa de Lima.

¹⁶ Disponível em: <[http://www.valoronline.com.br/ValorImpresso/MateriaImpresso.aspx?tit=Título+patrimonial+da+Bovespa+chega+a+R\\$+7,6+mi+&codmateria=4341692&dtmateria=30+05+2007&codcategoria=93](http://www.valoronline.com.br/ValorImpresso/MateriaImpresso.aspx?tit=Título+patrimonial+da+Bovespa+chega+a+R$+7,6+mi+&codmateria=4341692&dtmateria=30+05+2007&codcategoria=93)> Acesso em: 05 de janeiro de 2009.

¹⁷ Quanto à abertura de capital, o art. 9º da Instrução nº 461 da CVM de outubro de 2007, resultado dos estudos da Comissão, autorizou expressamente a possibilidade de a entidade administradora da bolsa ser constituída como sociedade anônima. Já o art. 58 introduziu a possibilidade da *auto-listagem*, i. e., a negociação, no mercado da bolsa, de valores mobiliários emitidos pela própria entidade administradora.

¹⁸ Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/ValorImpresso/MateriaImpresso.aspx?tit=CVM+propõe+regras++para+a+abertura+de+capital+das+bolsas&codmateria=4394934&dtmateria=29+06+2007&codcategoria=93>> Acesso em: 05 de janeiro de 2009.

A Bovespa converteu seus títulos patrimoniais em ações, lançando-as ao mercado em outubro de 2007. Com a venda dos títulos, as corretoras de valores mobiliários puderam capitalizar-se. Uma vez alteradas as estruturas de governança e propriedade da organização, o direito de operar no pregão, que antes decorria da posse dos títulos, passou a ser regulado contratualmente entre a bolsa e as corretoras.

Como se nota, muitas bolsas modificaram recentemente, ou planejam modificar, suas estruturas de propriedade e governança. Ao mesmo tempo, operações de fusões, como a da BM&F e Bovespa, vêm concentrando ainda mais o setor. O caso das bolsas brasileiras ilustra uma tendência generalizada: a desmutualização como etapa preparatória para uma posterior fusão. Entretanto, esse não é o único fator a motivar o abandono da estrutura mutualizada. A literatura aponta inúmeros outros, que serão devidamente explorados por este trabalho. Para tanto, é preciso comparar as diferentes estruturas de propriedade e governança adotadas pelas bolsas e suas respectivas vantagens e desvantagens para os seus proprietários, aqueles que, em última instância, decidem sobre a estratégia da organização.

2 As bolsas e suas formas organizacionais

Este capítulo abordará as bolsas em suas diferentes formas organizacionais. Em primeiro lugar, será demonstrada a importância da análise da estrutura interna dessas firmas. Posteriormente, serão descritas as características das bolsas mutualizadas e desmutualizadas.

2.1 As bolsas de valores vistas como firmas e a importância da análise de suas estruturas de propriedade e governança

As bolsas de valores desempenham uma importante função econômica: elas aproximam compradores e vendedores, possibilitando a realização de transações envolvendo os mais variados instrumentos financeiros. Em outras palavras, elas reduzem *custos de transação*, facilitando a alocação do risco e do capital (Treptow, 2006, p. 1). Para tanto, as bolsas criam mercados para os mais variados instrumentos financeiros (provendo liquidez), fornecem informações para as transações, transmitem e executam as ordens dos investidores através dos seus sistemas de negociação e, em alguns casos, realizam serviços de compensação (Lee, 1998, p. 1-2).¹⁹⁻²⁰ Assim, compradores e vendedores aceitarão pagar uma determinada quantia para ter acesso ao mercado da bolsa sempre que esse desembolso for inferior aos custos de transação economizados.

Em particular, os papéis de produzir e disseminar informações sobre ativos e transações são de fundamental importância para o bom andamento dos negócios, visto que um mercado eficiente é aquele em que os preços refletem todas as informações disponíveis (Fama, 1969, p. 383). Tendo isso em vista, as bolsas reúnem e processam o conhecimento disperso sobre as circunstâncias específicas de tempo e espaço, transmitindo-o de maneira isonômica aos participantes do mercado, a fim de mitigar os problemas de assimetria de

¹⁹ As bolsas norte-americanas tradicionalmente não executam serviços de compensação.

²⁰ Uma das formas de maximizar o valor de uma bolsa é atrair um maior número de transações para a sua plataforma de negociação. Assim, as bolsas têm incentivos para desenvolver novos instrumentos financeiros, tais como os derivativos, para, dessa forma, aumentar o volume de negócios. O fato de a Euronext servir de plataforma para transações envolvendo tanto ações como derivativos foi um dos fatores que despertou o interesse da NYSE em torno da fusão entre as duas bolsas, o que veio a ocorrer em abril de 2007. Além disso, a possibilidade de transação de ativos e de seus derivados em um único sistema de negociação facilita as operações de arbitragem entre ambos os mercados, atraindo um maior número de investidores para a bolsa.

informação.²² Assim, elas são o *locus* central de descoberta e disseminação de preços de uma economia (Treptow, 2006, p. 2).

É comum nos referirmos a firmas e a mercados como sendo coisas diferentes. Normalmente, pensamos em firmas como organizações que operam dentro dos mercados, ambos formando, nas palavras de Coase, a estrutura institucional da economia (1990, p. 5). Nesse sentido, é conhecida a distinção traçada por Williamson entre mercados e *hierarquias*: o autor argumenta que as falhas de mercado levam à necessidade da existência de organizações ou firmas que, através da internalização de atividades econômicas e da colocação de recursos sob a direção de uma autoridade, evitam muitos dos custos envolvidos nas trocas de mercado (1975, p. 20-40).

Entretanto, em certos casos, essa distinção não é clara. Para Robertson, alguns mercados podem ser vistos como hierarquias, por serem conscientemente estruturados de maneira análoga às firmas (1983, p. 10).²³ Na opinião do autor, esse é exatamente o caso das bolsas de valores, as quais, buscando reproduzir as condições de funcionamento de um mercado ideal (que opera sem fricção), estabelecem procedimentos e regras (sobre operações, divulgação de informações, etc.) que devem ser aceitas e obedecidas por aqueles que desejam atuar em seus mercados. Isso lhes confere algumas das vantagens próprias das hierarquias, tais como definidas por Williamson (1975, p. 25): elas desenvolvem códigos internos de comunicação que facilitam a interação das partes, permitindo a transmissão ágil e clara de informações idiossincráticas; ademais, estabelecem regras e rotinas que permitem aos seus participantes agir com maior segurança frente às incertezas associadas às circunstâncias variáveis do mercado.

Segundo Robertson (1983, p. 10), o foco principal das regulações estabelecidas por essas organizações está na redução dos custos de transação. O autor argumenta que, para se obter um mercado competitivo, é mais importante diminuir as fricções inerentes às trocas do que permitir a entrada irrestrita de participantes, bastando, para tanto, que exista um número suficiente deles para possibilitar uma formação eficiente de preços. Assim, a bolsa pode

²² Em seu artigo “The Use of Knowledge in Society”, o economista da Escola Austríaca Friedrich August von Hayek afirmou que possuímos apenas um conhecimento parcial das circunstâncias específicas que nos cercam. Dentro dessa perspectiva, as firmas seriam entes voltados à descoberta e aglutinação de conhecimentos ou informações relevantes à alocação de recursos, resolvendo um problema de coordenação no mercado (SAUTET, 2000, p. 83).

²³ Apesar das semelhanças, é preciso salientar que as bolsas - assim como as firmas, como sustenta Sautet (2000, p. 6) - possuem um ou mais objetivos determinados, o que as distingue dos mercados, que não possuem nenhum objetivo específico. Como uma vez afirmou o economista Dennis Robertson, as firmas são como “ilhas” de planejamento consciente dentro de um “oceano” de cooperação inconsciente (Coase, 1990, p. 35 *apud* Robertson, 1923, p. 85).

cobrar um preço pelo acesso ao seu mercado e aplicar os recursos obtidos em tecnologias e mecanismos regulatórios que reduzam os custos transacionais. Exemplos disso são a padronização dos negócios²⁴ e as garantias²⁵ fornecidas pela bolsa, que reduzem os custos de transação associados especialmente ao comportamento oportunista das partes.²⁶ Isso é particularmente importante num mundo marcado por trocas impessoais e não-repetidas, onde o alto grau de incerteza pode inviabilizar a realização de transações mutuamente benéficas. A bolsa resolve esse problema porque, em muitas modalidades de transações, as partes sequer entram em contato, visto que ela assume o papel de intermediária e garantidora das operações. Essa situação é bastante comum nos mercados de derivativos, nos quais a bolsa fornece contratos-padrão com condições e datas de vencimento pré-estabelecidas, bem como garantias para o caso de inadimplemento de uma das partes contratantes.

Assim, ao limitar tanto as suas funções quanto o número e as características dos seus participantes, as bolsas distinguem-se da idéia de mercado concebida tradicionalmente. Porém, isso lhes permite gerir seus custos operacionais de modo a constituir e manter um ambiente de trocas eficiente (Robertson, 1983, p. 11), assim como desenvolver formas superiores de lidar com a racionalidade limitada dos agentes e a complexidade da realidade.

Por suas características peculiares, podemos tratar as bolsas tanto como firmas quanto como mercados. Elas podem ser vistas como uma forma particular de firma, que oferece um tipo especial de serviço aos seus usuários (Hart & Moore, 1996, p. 54): um mercado conscientemente estruturado para a realização de transações envolvendo instrumentos financeiros. E, para tanto, tal como qualquer firma, precisam coordenar, de maneira eficiente, a alocação dos recursos que se encontram sob o seu controle.

Ocorre que as bolsas tradicionalmente assumiram a forma de cooperativas ou de organizações mutualizadas sem fins lucrativos, distinguindo-se, portanto, das firmas em geral,

²⁴ Os sistemas de negociação das bolsas devem ser dotados de procedimentos e regras de negociação claros e previamente divulgados, de modo a permitir uma pronta disseminação de informações sobre ofertas e negócios, bem como uma eficiente formação de preços (cf. art. 73 da Instrução nº 461 da CVM).

²⁵ A entidade administradora da bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento dos prejuízos causados aos investidores pelas pessoas autorizadas a nela operar, em razão de ação ou omissão quanto à intermediação de negociações ou aos serviços de custódia (cf. art. 77 da Instrução nº 461 da CVM). A BM&FBovespa, por exemplo, possui um Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) administrado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM), associação civil sem fins lucrativos cujo objetivo é supervisionar o cumprimento das normas do mercado pelos Participantes de Negociação e Agentes de Compensação e/ou de Custódia que, respectivamente, atuam na Bolsa de Valores de São Paulo S/A – BVSP e na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC.

²⁶ “Specifically, the cost of trade can be reduced through the creation of standards (such as, grain grading systems), the reduction of information asymmetries, the protection of property rights in prices, the creation of a centralized trading facility, and the enforcement of contracts.” (Pirrong, 2000, p. 4)

que buscam a maximização de lucros. De fato, como assinala Jensen, a *corporation* é apenas uma das várias formas de organizar as atividades produtivas, e a existência de outras formas organizacionais, como a mutualizada sem fins lucrativos, mostra que ela nem sempre é a melhor forma de fazê-lo (2003, p. 1). Porém, nas circunstâncias atuais, seria ainda adequada a forma mutualizada ao negócio desempenhado pelas bolsas de valores?

Modernamente, as organizações econômicas e o ambiente institucional em que atuam passaram a ser objeto de investigação dos economistas. As contribuições da Nova Economia Institucional trouxeram profundas modificações à análise microeconômica tradicional ou neoclássica, mais especificamente, à teoria da firma. A teoria neoclássica enxerga a firma como uma simples função de produção ou, nas palavras de Coase, como uma “caixa-preta”, cujas razões da existência e a estrutura organizacional interna não cabe investigar.²⁷ Para a teoria neoclássica, as firmas alocam automaticamente os recursos disponíveis no sentido de promover a eficiência alocativa. Estes simplesmente estão “dados” aos agentes econômicos, que, dotados de informações completas sobre as condições do mercado, empregam-nos naquelas atividades que proporcionam os maiores retornos (Hayek, 1996, p. 77-78). Como o fazem, não é questão de interesse, pois se assume que as firmas utilizam os fatores de produção de modo a maximizar seus lucros (Williamson, 1975, p. 250).

Essa análise continua sendo útil para se compreender o funcionamento dos mercados (e, principalmente, para o estabelecimento de um *benchmark* necessário à comparação entre diferentes estruturas de mercado), mas, devido ao seu elevado grau de abstração, não responde satisfatoriamente por que existem firmas, tampouco fornece *insights* sobre a estrutura interna e os limites à expansão dessas organizações. A este trabalho interessa particularmente as razões que motivam as modificações nas estruturas de propriedade e governança das bolsas, algo que a teoria tradicional não é capaz de explicar.

Porém, com o reconhecimento de que existem custos envolvidos nas transações de mercado, adquiriu importância o estudo dos mecanismos capazes de reduzi-los, quais sejam, o conjunto de instituições (formais e informais) de uma sociedade e as organizações – tais como as firmas - que atuam segundo as regras e limites estabelecidos por essas instituições (North, 2006, p. 5). Para Coase, a firma surge como um mecanismo de mitigação dos custos de transação: mediante a formação de uma organização e o exercício de uma autoridade que coordene a alocação dos recursos (o empreendedor), é possível internalizar atividades antes adquiridas junto ao mercado sempre que os custos administrativos de executá-las dentro da

²⁷ COASE, Ronald. The Institutional Structure of Production (Prize Lecture, 1991). Disponível em: <http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1991/coase-lecture.html> Acesso em: 20 jan. 2009.

firma forem inferiores aos custos de transação (1990, p. 40). Embora tenham surgido outras explicações para a existência e para o papel desempenhado pelas firmas (não fundamentadas na noção de custos de transação), o trabalho pioneiro de Coase teve o mérito de chamar a atenção dos economistas para os aspectos internos das organizações.

O interesse pelo processo de desmutualização das bolsas assim se justifica em função da importância que hoje se atribui à forma como as firmas organizam-se internamente. Isso porque não se pode entender o comportamento das firmas - como as bolsas de valores - ignorando-se as suas estruturas de propriedade e governança, as quais fornecem incentivos econômicos ao comportamento de todos aqueles que participam direta ou indiretamente dos negócios da organização.²⁸

A desmutualização significa uma mudança nas estruturas de propriedade e governança, o que tem implicações tanto sobre a estratégia quanto sobre o grau de eficiência com que a organização aloca os recursos que têm à sua disposição frente aos objetivos a que se propõe atingir. Muitas vezes, a desmutualização enseja a mudança da finalidade da organização.

Conforme Hansmann (2000, p. 11), os “proprietários” de uma firma, segundo a definição comumente utilizada, detêm dois direitos formais: i) o direito de controlar a firma (o que não necessariamente significa o controle efetivo); ii) o direito de se apropriar dos lucros ou ganhos residuais da firma (aquilo que resta após o cumprimento de todas as obrigações contratualmente assumidas pela entidade, como o pagamento de salários, juros, fornecedores, etc.). Diante disso, uma mudança na estrutura de propriedade de uma firma implica a alteração da forma de atribuição dos direitos formais de controle e de apropriação dos ganhos residuais ou, em outras palavras, do modo como os direitos de propriedade são adquiridos e exercidos.

Hart (1995), Hart & Moore (1990) e Grossman & Hart (1986) demonstraram a importância da estrutura de propriedade para o estabelecimento de incentivos ao comportamento dos membros da organização. Esses autores desenvolveram uma teoria da firma calcada na noção de *direitos residuais de controle sobre ativos não-humanos* (*residual rights of control over non-human assets*), segundo a qual uma firma é definida por seus ativos

²⁸ “To understand the behavior of an exchange, it is insufficient to think of it merely as a black box. Approaches which ignore the inner structure of exchanges, such as those viewing an exchange solely as a trading system (in the language of microstructure financial economists), a reduced-form production function (in the language of neoclassical economists), or an impersonal instrument guided by its managers (in the language of organizational theorists), are not rich enough in detail or subtlety to be able to explain the nature and conduct of exchanges” (Lee, 1998, p. 8).

não-humanos, tanto tangíveis (estrutura física) quanto intangíveis (regras, rotinas, reputação, etc.). Como detentores dos direitos residuais de controle, os proprietários²⁹ suportam os *riscos residuais* decorrentes das operações da firma, os quais podem ser definidos como a diferença variável entre os fluxos de entrada e de saída de recursos da organização (Jensen, 2003, p. 1).

A firma – uma ficção jurídica - é constituída de um feixe de contratos firmados voluntariamente. Seus diversos participantes – trabalhadores, administradores, clientes, fornecedores de insumos, fornecedores de capital, etc. - não precisam contratar bilateralmente entre si, pois o fazem com a própria organização, para a qual convergem todos os pactos (Jensen, 2003, p. 1). Ao especificar os direitos individuais, os contratos determinam como as recompensas e os custos são alocados entre os diversos participantes da organização, estabelecendo incentivos ao comportamento dos agentes (Jensen, 2003, p. 85). Ocorre que esses contratos são necessariamente incompletos, pois muitas circunstâncias que afetam o bem-estar das partes contratantes não podem ser previstas, tampouco reguladas.

Isso traz uma importante consequência: ainda que possível, a atribuição dos direitos de controle e de apropriação dos ganhos residuais a classes diferentes de pessoas é indesejável, já que os detentores dos direitos de controle, ao estarem privados da possibilidade de auferir os ganhos residuais, teriam poucos incentivos para maximizar os lucros da firma (Hansmann, 2000, p. 12). Esse problema não surgiria caso fosse possível elaborar contratos que regulassem, de maneira completa, a relação entre os titulares de ambos os direitos – i.e., se as decisões mais importantes tomadas pelos detentores dos direitos de controle pudessem ser disciplinadas *ex ante* por arranjos contratuais firmados com os titulares dos direitos aos ganhos residuais.

Diante disso, na visão de Grossman, Hart e Moore, cabe aos proprietários da firma decidir sobre como os ativos serão utilizados naquelas situações insuscetíveis de regulação contratual, por serem eles os indivíduos que suportam os riscos residuais (ou, nos termos

²⁹ Conforme Hansmann (2000, p. 11), os “proprietários” de uma firma, segundo a definição comumente utilizada, detêm dois direitos formais: i) o direito de controlar a firma (o que não necessariamente significa o controle efetivo); ii) o direito de se apropriar dos lucros ou ganhos residuais da firma (aquilo que resta após o cumprimento de todas as obrigações contratualmente assumidas pela entidade, como o pagamento de salários, juros, fornecedores, etc.). O controle formal geralmente envolve apenas o direito de eleger o *board of directors* e de votar diretamente sobre um conjunto restrito de questões fundamentais, como a fusão ou a dissolução da firma. (Hansmann, 2000, p. 11). Além disso, em grandes corporações, os acionistas, que detêm o controle formal a que se refere Hansmann (2000, p. 11), são normalmente tão numerosos e tão dispersos a ponto de não conseguirem sequer exercer esses direitos de voto, do que resulta que os administradores dessas organizações possuem uma grande autonomia. Assim, tornou-se comum falar em separação entre propriedade e controle, refletindo a substancial autonomia dos administradores. É importante lembrar que controle efetivo é diferente de controle formal. Aqui, se está interessado em explorar a atribuição de direitos formais ou contratuais de controle e de auferir os ganhos residuais (direitos de propriedade)

empregados por Hansmann, por serem aqueles que detêm os direitos aos ganhos residuais auferidos pela firma).

Na maioria das firmas, esses proprietários são agentes *externos*, que tão-somente detêm os direitos de controle e de apropriação dos ganhos residuais: é o caso, por exemplo, dos acionistas de uma sociedade anônima. Fama & Jensen (1983, p. 3-7) ilustram essa situação com o exemplo do que ocorre numa *public corporation* nos EUA (forma legal semelhante à sociedade anônima de capital aberto): i) os acionistas não desempenham qualquer outro papel dentro da organização que não seja o de suportar os riscos residuais; ii) seus títulos de propriedade (*residual claims*) são livremente transferíveis; iii) os *residual claims* são direitos sobre o fluxo de caixa da organização durante toda a sua existência. Isso possibilita um grau elevado de especialização das funções no interior da firma, uma vez que os acionistas da corporação limitam-se a suportar os riscos residuais. Trata-se exatamente da estrutura de governança que Hart & Moore denominam de *outside ownership* (1996, p. 54-55).

Contudo, em outras formas organizacionais, os proprietários, além de suportarem os riscos residuais, são os próprios destinatários dos produtos oferecidos pela firma, isto é, seus clientes: é o caso das cooperativas de consumidores e das companhias mutualizadas. Nesses casos, os proprietários cumulam a função de suporte dos riscos residuais com a de clientes ou usuários diretos dos produtos fornecidos pela firma, a exemplo do que ocorre com os detentores de títulos patrimoniais de uma bolsa de valores mutualizada – geralmente, grandes bancos de investimentos e corretoras de valores mobiliários que utilizam a plataforma de negociação da bolsa para prestar serviços de intermediação financeira.

É importante lembrar que a visão de Grossman, Hart e Moore é apenas uma dentre as várias vertentes da teoria da firma.³¹ Porém, ela será extremamente útil para a presente análise. No decorrer do trabalho, outros elementos também serão derivados das demais teorias que buscam explicar a existência, os limites e a estrutura interna das firmas.

³¹ Sautet (2000, p. 5) identificou pelo menos quatro racionais da firma: i) a primeira abordagem é uma explicação de caráter tecnológico, segundo a qual as firmas existem porque certos processos produtivos não podem ser separados, devendo ser desempenhados em conjunto; ii) uma segunda abordagem enxerga as firmas como um tipo particular de mercado, sugerindo que eles compartilham de uma mesma natureza; iii) a terceira visão corresponde à de Coase e seus seguidores, que vêem a firma como uma forma de reduzir custos de transação, i.e., como uma alternativa ao sistema de preços, mediante a internalização de atividades que, de outro modo, seriam adquiridas através de transações de mercado; iv) a quarta abordagem enxerga a firma de um ponto de vista evolucionário, compreendendo que seus membros desenvolvem um conjunto de competências adequadas ao desempenho de suas atividades específicas, que se constituem nos ativos mais valiosos da organização (nesse sentido, essa visão difere bastante da concepção partilhada por Grossman, Hart e Moore).

2.2 As estruturas de propriedade e governança adotadas pelas bolsas

Este ponto abordará as estruturas de propriedade e governança adotadas pelas bolsas. Hart & Moore (1996) identificaram e caracterizaram duas formas distintas de governança dessas organizações: *members' cooperative* e *outside ownership*. A primeira diz respeito à estrutura de governança mutualizada; já a segunda refere-se à estrutura desmutualizada. Cumpre salientar que, a fim de simplificar a análise aqui realizada, tomaremos como referência de organização desmutualizada as sociedades anônimas de capital aberto ou *public corporations*, por ser a adoção dessa forma legal o estágio final – e verdadeiro objetivo – da maioria dos processos de desmutualização.

2.2.1 A estrutura mutualizada

Ainda hoje, muitas organizações são estruturadas sob a forma mutualizada: companhias seguradoras, bancos de poupança e bolsas de valores, apenas para citar alguns exemplos. As bolsas tradicionais são firmas mutualizadas nas quais os ativos são controlados pelos seus membros, os quais tomam decisões democraticamente, cada qual tendo direito a um voto (Hart & Moore, 1996, p. 56). Uma organização mutualizada possui geralmente as seguintes características:

- i) a identidade entre os proprietários da organização e os usuários diretos dos bens e/ou serviços por ela fornecidos;
- ii) a ausência de finalidade lucrativa (em geral);
- iii) cada título patrimonial representa um voto (*one-member, one-vote rule*);
- iv) existência de restrições à circulação dos títulos de propriedade.

Por serem constituídas para o fim de fornecer um bem ou serviço aos seus membros, as organizações mutualizadas são marcadas por uma identificação entre proprietários e clientes. Assim, numa bolsa mutualizada, os direitos de intermediação (i.e., de utilização da plataforma de negociação) estão atrelados aos direitos de propriedade sobre ela exercidos.

Dessa primeira característica geralmente decorre a sua natureza não-lucrativa, já que não há a intenção de fornecer produtos a terceiros com vistas à obtenção de recursos.

Ressalte-se que as organizações mutualizadas podem assumir tanto finalidades lucrativas como não-lucrativas, muito embora as últimas sejam mais comuns. Para Pirrong (2000, p. 7), dois fatores concorrem para determinar se uma bolsa mutualizada será organizada como uma entidade com ou sem fins lucrativos: o poder de mercado desfrutado pela bolsa e o grau de heterogeneidade de seus membros, questões que serão abordadas posteriormente.

A finalidade não-lucrativa, todavia, não impede a firma de auferir lucros. Em verdade, o que distingue as firmas sem fins lucrativos das firmas convencionais é o fato de aquelas não poderem distribuir lucros sob a forma de dividendos aos titulares dos direitos de controle (Hansmann, 2000, p. 228).³⁴ Assim, firmas sem fins lucrativos podem desempenhar atividades lucrativas desde que isso seja um meio para o alcance dos objetivos estabelecidos em seus estatutos.

Em geral, numa organização mutualizada, as decisões são tomadas de modo democrático, uma vez que cada membro tem direito a um voto (*one-member, one-vote rule*). Assim, nas deliberações coletivas, a capacidade de influenciar as decisões independe do grau de interesse que cada membro possui em relação à organização (Hughes, 2002, p. 34). Como cada voto possui o mesmo valor, o fato de um determinado membro atribuir maior importância ao bem ou serviço fornecido pela organização não se reflete no resultado da deliberação. Hansmann (2000, p. 15), no entanto, salienta que essa regra de alocação dos direitos de voto não é universal. Algumas firmas de estrutura cooperativada ou mutualizada apresentam regras de votação similares às presentes nas *corporations* ou sociedades anônimas, ajustando os direitos de voto conforme o volume de contribuição dos seus membros.

A quarta característica diz respeito à impossibilidade de se negociar livremente os direitos de propriedade exercidos sobre a organização. Diferentemente das ações de uma companhia aberta, os títulos patrimoniais de uma organização mutualizada normalmente sofrem restrições em sua circulação, pois os direitos de propriedade pertencem aos intermediários-membros, que utilizam a estrutura fornecida pela bolsa para prestar seus serviços de intermediação aos seus clientes. Portanto, os direitos de propriedade estão intimamente atrelados ao uso da estrutura fornecida pela bolsa, não podendo ser transferidos a proprietários externos.

³⁴ Entretanto, há exceções a essa regra. Conforme relatório da FESE de 2007, a Bolsa de Valores da Irlanda consiste em uma organização mutualizada com fins lucrativos.

2.2.2 A estrutura desmutualizada

A desmutualização implica o abandono da estrutura anteriormente descrita. Vale lembrar que tal transformação não necessariamente enseja a abertura de capital e o lançamento das ações no mercado. Há organizações que, após esse processo, convertem-se em companhias com capital fechado, que também impõem restrições à circulação dos seus títulos de propriedade.

Contudo, há um resultado comum aos processos de desmutualização: os ativos da organização passam a ser controlados por um proprietário externo (Hart & Moore, 1996, p. 56), o que, no caso de uma bolsa, implica a separação entre os direitos de propriedade e os direitos de utilização da plataforma de negociação para a intermediação de transações.

Assim, numa firma desmutualizada, proprietários e clientes não se confundem, formando grupos distintos. Tal ocorre numa sociedade anônima de capital aberto ou *public corporation*, na qual pode haver três grupos separados: proprietários (acionistas), tomadores de decisão (administradores) e clientes da organização (que, no caso das bolsas, podem ser corretoras que, mediante a assinatura de um contrato, adquirem o direito de utilização da plataforma de negociação) (Hughes, 2002, p. 35). A separação entre as funções, aliada à retirada das restrições à livre circulação dos títulos de propriedade, possibilita um maior grau de especialização no interior da firma, visto que clientes e trabalhadores não são obrigados a suportar os riscos residuais do negócio, cabendo esse papel somente aos acionistas, que garantem os contratos de todos os agentes da organização. Como decorrência, os custos associados ao suporte dos riscos residuais são reduzidos, contribuindo para o aumento da eficiência econômica da organização (Jensen, 2003, p. 1-2). A essa característica soma-se outro traço marcante verificado na grande maioria das organizações desmutualizadas: a finalidade lucrativa.

No que tange à alocação dos direitos de voto, nas sociedades anônimas de capital aberto ou *public corporations*, a regra geral é a de que cada ação confere direito a um voto; ou seja, o número de votos a que cada acionista tem direito é proporcional à quantidade de capital por ele investido na firma. Visto que os proprietários não possuem um título patrimonial, mas sim determinada quantidade de ações ou quotas correspondentes a uma parcela do capital da organização, seus direitos de voto, bem como sua capacidade de interferir nas decisões coletivas, são proporcionais ao grau de interesse econômico que

possuem em relação à organização (i.e., à quantidade de capital com que contribuíram para a entidade), sobre a base do princípio *one-share, one-vote* (Hughes, 2002, p. 35). Embora nem sempre tenha sido assim - pois várias corporações norte-americanas dos séculos XVIII e XIX limitavam o número de votos que um acionista individual poderia exercer, independentemente do número de ações que possuísse - no século XX, a regra *one-share, one-vote* tornou-se praticamente universal (Hansmann, 2000, p. 15).

3 Análise comparativa das estruturas mutualizada e desmutualizada

Como assinala Jensen, existem inúmeras formas de organizar as atividades produtivas, não se podendo falar em estruturas de propriedade e governança superiores ou inferiores (2003, p. 1). A adequação da forma organizacional depende da atividade que a firma desempenha, uma vez que os custos e benefícios inerentes a cada tipo de estrutura podem ser mais ou menos relevantes conforme o objeto da organização. A *corporation*, por exemplo, é uma forma dominante entre as firmas norte-americanas, sendo mais adequada àquelas atividades que demandam um grande aporte de capital (Posner, 2003, p. 408). Contudo, muitas firmas ainda são organizadas como entidades sem fins lucrativos, assumindo a forma cooperativada (cooperativas de consumidores, cooperativas de fornecedores, etc.) ou mutualizada (companhias seguradoras, bolsas de valores, bancos de poupança ou *savings banks*, etc).

Toda e qualquer forma organizacional – seja ela mutualizada ou desmutualizada - apresenta ineficiências, mas por diferentes razões e de diferentes formas (Hart & Moore, 1996, p. 56). Como sustentam Fama & Jensen (1998, p. 1), existe uma competição entre as diferentes formas organizacionais pela sobrevivência numa determinada atividade econômica, subsistindo apenas aquelas que permitem às firmas oferecer aos consumidores o produto ao menor preço possível.³⁷ E um fator fundamental à sobrevivência de uma forma organizacional é a sua capacidade de contornar os *problemas de agência* (1998, p. 2), que surgem do fato de os contratos firmados entre os proprietários dos fatores de produção serem necessariamente incompletos.

Outro problema com que se deparam as diferentes formas organizacionais diz respeito ao atendimento dos interesses dos membros quando da tomada de uma decisão coletiva. Na presença de interesses heterogêneos, os resultados das decisões podem ser ineficientes, beneficiando determinados membros em detrimento de toda a coletividade, o que pode impedir a organização de tomar medidas que maximizem seus resultados. Afora isso, as estruturas de propriedade e governança adotadas por uma firma podem determinar a sua

³⁷ Como afirmam Easterbrook & Fischel (1996, p. 4-5), a competição entre as firmas também se dá ao nível de suas estruturas de governança: “The corporation and its securities are products in financial markets to as great an extent as the sewing machines or other things the firm makes. Just as the founders of a firm have incentives to make the kinds of sewing machines people want to buy, they have incentives to create the kind of firm, governance structure, and securities the customers in capital markets want.”

capacidade de atrair recursos para o financiamento de suas atividades e projetos de investimentos.

Esta seção tratará dessas questões, buscando esclarecer por que a estrutura mutualizada tornou-se, na visão de muitos autores, inadequada às atividades desempenhadas pelas bolsas de valores. Ao mesmo tempo, abordará as vantagens proporcionadas pela estrutura desmutualizada, na qual a propriedade da organização é detida por investidores externos (*outside owners*), os quais têm como principal objetivo a maximização dos lucros da firma.

3.1 As ineficiências associadas às diferentes formas organizacionais

Neste ponto, serão exploradas as ineficiências que permeiam as diferentes formas organizacionais. Elas podem decorrer de um desalinhamento de incentivos econômicos entre agentes e principais ou do fato de o processo de deliberação coletiva ser incapaz de refletir corretamente as preferências dos participantes da firma. Ademais, o desempenho das firmas pode ser seriamente prejudicado pelas dificuldades de captação de recursos inerentes à sua forma organizacional.

Segundo a teoria dos custos de transação, os limites à expansão das firmas, tais como as bolsas, são dados pela relação entre seus custos administrativos (a exemplo dos *custos de agência* presentes nas relações hierárquicas e nos contratos relacionais) e os custos envolvidos nas trocas de mercado. Esses limites mudam constantemente, já que, como sustentam Alchian & Demsetz (1972, p. 784), a introdução de novas tecnologias pode reduzir os custos de transação, bem como favorecer a internalização de atividades adicionais pela organização, expandindo o seu rol de atuação para áreas antes cobertas pelas trocas de mercado.

Portanto, quanto menores forem os custos administrativos de uma bolsa (i.e., quanto maior for sua eficiência operacional), menores serão os preços cobrados pelo acesso ao seu ambiente de negociações e, por conseguinte, mais vantajosas serão as transações realizadas em seu interior em comparação com as aquelas efetuadas através do mercado. Com efeito, o que explica a existência das bolsas, ao menos sob a ótica da teoria dos custos de transação, é o fato de que, ainda que compradores e vendedores tenham de pagar para acessar o seu

mercado, esse dispêndio é normalmente inferior aos custos nos quais teriam de incorrer para transacionar seus ativos por vias alternativas.

3.1.1 Dificuldades relacionadas à captação de recursos

Um fator fundamental à eficiência de qualquer organização é sua capacidade de atrair os recursos necessários ao financiamento de suas atividades. Para alocar os recursos de maneira eficiente, as firmas devem ser capazes de captar o capital indispensável à realização dos investimentos que permitam oferecer seu produto ao menor custo possível.

Contudo, a estrutura de propriedade das firmas tem influência direta sobre a sua capacidade de captação de recursos. Firmas que contam com uma estrutura de propriedade aberta (como as sociedades anônimas de capital aberto ou *public corporations*) normalmente apresentam maior facilidade para captar e acumular capital, uma vez que seus títulos de propriedade - livremente transferíveis - adquirem valor no mercado por conferirem um direito sobre o fluxo de caixa futuro da empresa. Em contraste, firmas dotadas de estrutura de propriedade fechada, como as mutualizadas, enfrentam maiores dificuldades para obter recursos, pois seus títulos de propriedade não são livremente negociáveis, o que pode impedi-las de atender à demanda por seus produtos com eficiência.

3.1.2 Problemas de agência

Como explica Posner (2003, p. 407), organizar a produção no interior de uma firma envolve custos relacionados à estruturação de incentivos, à obtenção e transmissão de informações, e à comunicação. Dado que os empregados não são remunerados diretamente pelo resultado de seu trabalho, eles têm poucos incentivos para minimizar esses custos.³⁹ Além disso, os custos permanecem obscuros porque não existe um sistema de preços

³⁹ O mesmo raciocínio pode ser aplicado ao trabalho desempenhado por grupos ou equipes (*team production*). Conforme Alchian & Demsetz (1972, p 779-780), em atividades desenvolvidas em grupos, é difícil mensurar a parcela de contribuição (i. e., o produto marginal) de cada membro para o resultado final. Isso impossibilita uma remuneração eficiente, proporcional à produtividade de cada membro da equipe.

operando no interior da firma capaz de indicar como os recursos devem ser alocados, i. e., a informação transmitida pelos preços é perdida no interior da firma (em seu lugar, existe uma estrutura hierárquica na qual uma autoridade coordena o uso dos recursos). Essas razões levam o autor a concluir que o principal problema que assola as firmas, limitando a expansão do rol de atividades que desempenham, consiste na *perda de controle*, o que também é conhecido como *problema de agência* (2003, p. 408).

Os problemas de agência possuem um caráter ubíquo, permeando todas as relações nas quais a execução de uma tarefa é delegada a um terceiro - o *agente* - que deve agir em benefício do delegante - o *principal*. Portanto, atingem todos os tipos de organizações (incluindo, além das firmas tradicionais, os órgãos de Estado, cooperativas, universidades, sindicatos, organizações mutualizadas, etc.), e não somente aquelas firmas caracterizadas por uma marcante separação entre propriedade e controle acionário.

Grosso modo, problemas de agência não estão presentes nas trocas de mercado. Assim, na escolha da melhor forma de alocar recursos - se através da constituição de uma firma ou da realização de transações de mercado -, esses custos também devem ser considerados. Na verdade, os custos de agência representam uma parcela dos custos de transação.

Problemas de agência são recorrentes nas firmas cujos administradores e proprietários não se confundem. Como se sabe, para que os recursos sejam utilizados de maneira eficiente, é preciso que os indivíduos internalizem integralmente os custos e benefícios de suas ações. Entretanto, como em muitos casos não existem mecanismos eficazes de monitoramento e avaliação do desempenho dos administradores, os custos decorrentes de decisões voltadas para objetivos outros que não a maximização dos lucros da firma não são por eles integralmente assumidos. Assim, os administradores possuem fortes incentivos para maximizar o seu bem-estar em detrimento dos interesses dos acionistas - por exemplo, utilizando informações privilegiadas sobre a firma a fim de obter benefícios para si. Portanto, a eficiência interna de qualquer organização depende de instrumentos que façam com que os agentes internalizem os custos dos seus atos e, ao mesmo tempo, os recompensem por iniciativas que maximizem o valor da organização (ou, em outras palavras, de mecanismos capazes de alinhar os incentivos de agentes e principais).

A separação entre as funções de suporte dos riscos residuais e de gestão da firma nada mais é do que uma forma de divisão do trabalho. Como afirmam Easterbrook & Fischel (1996, p. 11), uma *corporation* irá subsistir sempre que os ganhos decorrentes dessa

especialização de funções excederem o aumento dos *custos de agência*. Estes são dispêndios realizados pelas organizações com o objetivo de mitigar os *problemas de agência*. De acordo com Fama & Jensen, os problemas de agência incluem os custos de estruturar, monitorar e fazer cumprir um conjunto de contratos entre agentes dotados de interesses conflitantes, bem como as perdas que decorrem do fato de os custos de garantir o cumprimento desses contratos excederem os ganhos (1983, p. 329).

Contudo, como será visto posteriormente, os problemas de agência – e os custos daí decorrentes – não permeiam apenas as firmas cujos direitos de propriedade pertencem a agentes externos (caso da *corporation* e de outras formas societárias), estando igualmente presentes em outras formas organizacionais, como nas organizações mutualizadas. Para Hansmann (2000, p. 290), isso torna o grau de competição com o qual a firma se depara um fator muito mais importante do que a sua estrutura de propriedade para a determinação da eficiência com que é administrada.

Aumentar a eficiência interna de uma bolsa de valores exige reduzir tanto os custos de transação quanto os custos de agência. Interessa, pois, investigar como os problemas de agência manifestam-se nas diferentes formas organizacionais, mais especificamente, nas estruturas mutualizada e desmutualizada.

3.1.3 Tomada de decisão coletiva

A eficiência de uma organização também depende de como os resultados do processo de decisão coletiva refletem as preferências de seus membros. Nas diversas organizações sociais, o processo de decisão coletiva raramente resulta em consenso, uma vez que as decisões afetam, em diferentes graus e de diferentes modos, o bem-estar dos seus membros. Diante disso, as organizações geralmente estabelecem regras para as deliberações, tais como a regra da maioria, a regra da maioria qualificada, etc.. Da mesma forma, regulam o direito ao voto, estabelecendo critérios como “um voto por membro” (*one-member, one-vote rule*) ou “princípio da democracia”, “um voto por ação” (*one-share, one-vote rule*) ou “voto proporcional”, entre outros.

As grandes firmas podem ser vistas como verdadeiras instituições políticas. Como geralmente os seus direitos de propriedade encontram-se dispersos entre inúmeros titulares,

alguma forma de votação precisa ser implementada para viabilizar a tomada de decisões. E, nessas situações, quando muitos indivíduos detêm a propriedade de uma firma, diferenças de opinião podem surgir quanto às políticas e programas a serem implementados. Para Hansmann, a heterogeneidade de interesses constitui um dos maiores obstáculos à eficiência administrativa das firmas, independentemente de sua forma organizacional (2000, p. 291). Segundo o autor (2000, p. 39), tal diversidade pode decorrer de dois fatores: i) o fato de os proprietários possuírem juízos distintos sobre os meios mais adequados ao alcance dos objetivos comuns; ii) o fato de o resultado das deliberações coletivas afetar de maneira distinta os seus diferentes proprietários.

O primeiro fator é uma decorrência natural do fato de as pessoas possuírem um conhecimento parcial e limitado sobre as circunstâncias que as cercam (Hayek, 1996, p. 77). A incapacidade humana de adquirir, compreender e processar, em toda sua complexidade, as informações necessárias à identificação das relações causais (meios-fins) faz com que suas percepções da realidade sejam carregadas de subjetividade, variando de pessoa para pessoa. Já o segundo fator enseja maiores dificuldades, pois, nesse caso, determinadas decisões, ainda que benéficas à organização, podem trazer prejuízos a determinados membros ou grupos de membros.

No que se refere às bolsas, é comum os membros especializarem-se na prestação de determinados serviços. Pirrong (2000, p. 6) explica que, diante disso, as regras da bolsa trazem conseqüências distributivas, já que a adoção de uma regra que maximiza a riqueza conjunta dos membros pode causar prejuízos a determinados participantes. Portanto, a depender dos poderes relativos de barganha dos agentes envolvidos, mudanças potencialmente benéficas à organização como um todo podem ser barradas por serem prejudiciais a uma minoria dotada de maior poder na defesa dos seus interesses. E, pelo mesmo motivo, regras prejudiciais à organização podem ser adotadas em função da pressão política exercida por tal minoria. Como explica Williamson, o processo de barganha no interior das organizações é permanente, estendendo-se ao longo de toda a sua existência, e não apenas durante a fase pré-contratual (1985, p. 29).

Assim, muito embora a especialização traga ganhos de produtividade, a heterogeneidade de interesses dela decorrente pode constituir uma verdadeira fonte de ineficiências. Como resultado, as bolsas tendem a desenvolver estruturas de governança que impedem a maximização conjunta de riqueza (Pirrong, 2000, p. 6). Vale lembrar que, devido às dificuldades de obtenção de uma unanimidade, os resultados das deliberações coletivas

devem ser analisados à luz do critério de eficiência de Kaldor-Hicks.⁴³ Assim, quando se fala em mudanças benéficas à organização como um todo, quer-se dizer que o somatório das perdas e ganhos dos seus membros resultará num ganho líquido, independentemente de como esse ganho será distribuído entre eles.

De modo semelhante, Hart & Moore (1996, p. 61) demonstram que, na presença de um eleitorado assimetricamente distribuído ao longo de um *continuum* de diferentes preferências ou interesses, as deliberações democráticas (baseadas na regra *one-member, one-vote*) resultam ineficientes, não refletindo de maneira precisa as preferências do eleitor médio. Em vez disso, o processo de decisão coletiva acaba favorecendo o eleitor mediano, aquele que divide o conjunto de eleitores em duas partes iguais. Aplicado às deliberações realizadas no interior das organizações, esse raciocínio mostra que, não raro, as decisões coletivas acabam não maximizando o bem-estar dos seus membros no maior grau possível. A visão desses autores contrasta com a de Hansmann, que acredita serem os mecanismos de votação antes uma forma de proteção contra o oportunismo dos administradores do que um modo de agregar e transmitir preferências (2000, p. 289).

Também serão abordadas as ineficiências associadas ao processo de tomada de decisão das organizações mutualizadas, cujas deliberações normalmente estão calcadas na regra *one-member, one-vote*, face às organizações desmutualizadas, nas quais as decisões são tomadas com base no critério *one-share, one-vote*. Como será visto, a existência de um corpo de membros dotados de interesses heterogêneos é um fator crucial à determinação das estruturas de propriedade e governança das bolsas.

⁴³ A economia do bem-estar normalmente distingue dois critérios de eficiência utilizados para se avaliar os resultados de mudanças institucionais que afetam o nível de utilidade dos participantes de uma economia: o critério de eficiência de Pareto e o critério de eficiência de Kaldor-Hicks. Uma situação eficiente de Pareto é aquela em que é impossível melhorar o bem-estar de um indivíduo sem piorar o de outro(s). Nessa situação, todas as possibilidades de trocas mutuamente benéficas estão exauridas. Por outro lado, se a economia estiver numa situação ineficiente, uma melhoria de Pareto fará com que pelo menos um indivíduo tenha o seu bem-estar elevado, sem piorar o bem-estar dos demais indivíduos. Como se vê, o critério de Pareto tem pouca utilidade, visto que as decisões coletivas normalmente ensejam ganhadores e perdedores (uma melhoria de Pareto pressupõe o consenso, ou seja, uma troca que beneficie ambas as partes). Isso nos leva ao critério de eficiência de Kaldor-Hicks. De acordo com esse critério, uma mudança será desejável sempre que trouxer um ganho líquido para a coletividade, i. e., quando os ganhos de bem-estar auferidos por determinados indivíduos forem superiores às perdas de bem-estar infligidas aos demais. Esse critério é menos restritivo que o de Pareto, servindo de base teórica para a análise das relações de custo-benefício (ver Mercurio & Medema, 2006, p. 26 e ss.)

3.2 As vantagens e desvantagens da estrutura mutualizada

Um dos maiores problemas enfrentados pelas companhias mutualizadas sem fins lucrativos é o seu limitado acesso ao capital, já que, ao não distribuírem dividendos, dificilmente logram captar recursos de investidores externos (Hughes, 2002, p. 34). Por possuírem uma estrutura de propriedade fechada, que não permite a venda de títulos representativos do seu capital, restam como alternativas à capitalização dessas organizações as contribuições de seus membros, o recurso ao endividamento e a utilização de lucros retidos (Hansmann, 2000, p. 240).⁴⁴

Ocorre que essas fontes de recursos são normalmente menos sensíveis a variações bruscas na demanda pelos produtos da firma do que o capital de investidores externos, que pode ser aplicado ou mesmo retirado da firma com maior agilidade. Como resultado, quando a demanda pelo produto ofertado pela firma aumenta rapidamente, suas dificuldades de captação de recursos impedem que ela consiga ampliar sua produção a ponto de atender às necessidades do mercado. E, quando ocorre uma queda na demanda, a firma passa a ofertar seu produto em um volume superior ao demandado pelo mercado (por não precisar remunerar o capital investido, a firma pode continuar suas operações na mesma escala de produção enquanto suas receitas forem suficientes para cobrir as despesas com depreciação do seu ativo). Essa imobilidade do capital leva as firmas sem fins lucrativos a alocarem recursos de maneira ineficiente, tornando-as incapazes de responder às rápidas flutuações do mercado (Hansmann, 2000, p. 240).

Como os administradores dessas organizações não têm direito aos ganhos residuais, eles possuem poucos incentivos para encerrar as operações da firma mesmo quando o retorno sobre o capital investido é baixo. Assim, as forças competitivas têm pouca influência sobre as organizações mutualizadas sem fins lucrativos, que subsistem em situações nas quais firmas com fins lucrativos já teriam abandonado o mercado (Hansmann, 2000, p. 241). Como resultado, o capital fica “trancado” nessas companhias, quando poderia estar sendo aplicado em atividades que proporcionassem um maior retorno.

⁴⁴ Steil contesta essa visão. Para o autor, embora os executivos de algumas bolsas tenham justificado a desmutualização com base na necessidade de captar recursos para expansão e realização de investimentos em tecnologia, muitas vezes o que se buscava era uma forma de devolver o excesso de capital acumulado aos seus membros. Em realidade, poucas bolsas necessitavam de capital, o qual poderia ser obtido através de seus próprios membros (2002, p. 5-6).

Hansmann argumenta que, se as companhias mutualizadas são impedidas de distribuir dividendos, podem, por outro lado, beneficiar seus membros ao utilizar esses lucros para melhorar a qualidade dos serviços prestados (2000, p. 242) - numa bolsa mutualizada, por exemplo, os lucros retidos podem ser aplicados na infraestrutura da plataforma de negociação. Todavia, isso afasta potenciais investidores externos, uma vez que, ao não remunerar o capital investido, somente aqueles que utilizam os seus serviços (i.e., seus membros) podem ser diretamente beneficiados.

Apesar de suas dificuldades de captação de recursos, muitas bolsas mutualizadas sem fins lucrativos foram capazes de manter suas estruturas de governança e propriedade enquanto desfrutaram de poder de monopólio. Entretanto, quando se depararam com a necessidade de realizar investimentos substanciais em suas plataformas de negociação, em virtude da intensificação da competição com outras bolsas e do surgimento dos ATS's, foram forçadas a flexibilizar sua estrutura de propriedade a fim de permitir a capitalização por investidores externos.

Embora suas estruturas internas possam variar, as organizações mutualizadas são geralmente constituídas com base numa relação de agência entre seus membros (principais) e a administração, um órgão representativo composto de diretores eleitos democraticamente (agentes) que, presumivelmente, atendem aos interesses daqueles.

Os problemas de agência podem ser substanciais nas organizações mutualizadas, uma vez que seus membros exercem um controle menos efetivo sobre os administradores do que os acionistas de uma companhia aberta.⁴⁶ É que, como às organizações sem fins lucrativos é vedado distribuir seus ganhos residuais, os membros têm poucos incentivos para supervisionar a atuação dos administradores, os quais desfrutam de grande autonomia (Hansmann, 2000, p. 238).

Além disso, como afirmam Hart & Moore (1996, p. 68), inexistem um efetivo mercado pelo controle corporativo das companhias mutualizadas, capaz de exercer pressão competitiva sobre os maus gestores. Nesse sentido, Alchian & Demsetz (1972, p. 789-790) procuraram demonstrar que firmas organizadas sob a forma mutualizada ou desprovidas de finalidade lucrativa seriam mais adequadas àquelas atividades nas quais o comportamento oportunístico de parte dos gestores da organização pode ser tolerado. É que, pelo fato de as organizações mutualizadas sem fins lucrativos impedirem a livre circulação dos seus títulos de propriedade, poucos incentivos existem para que os administradores tomem decisões que maximizem o

⁴⁶ Mayers, D., & Smith C. W., 1986 *apud* Jeng, Lai & McNamara, 2007, p. 684.

valor da organização, visto serem incapazes de capitalizar em sua riqueza presente a antecipação das conseqüências futuras de suas decisões.

A grande diversidade de estruturas de governança e regras de votação presentes nas bolsas mutualizadas traz complexidades adicionais à análise. Embora a maioria das bolsas mutualizadas estabeleça a regra democrática (“*one-member, one-vote*”), há bolsas que ajustam o peso do voto de cada um dos membros de acordo com o volume de participação que possuem na organização. Ademais, apesar de na maioria das organizações mutualizadas ser vedada a distribuição de lucros (devido ao seu caráter não-lucrativo), existem bolsas mutualizadas que repartem o excedente entre seus membros.

Em geral, argumenta-se que, num ambiente sem competição, as bolsas mutualizadas eliminam os custos associados aos conflitos entre proprietários e clientes ao unificar esses interesses – pois os detentores dos títulos patrimoniais são, ao mesmo tempo, proprietários e usuários diretos dos produtos fornecidos pela organização. Como a constituição de uma bolsa exige investimentos em ativos de caráter específico (ver Williamson, 1985, p. 53-54), não realocáveis em outras atividades (como no *trading floor* e na infraestrutura de comunicação), a atribuição dos direitos de propriedade àqueles que os realizaram – os intermediários-membros - reduz custos de transação: caso esses direitos estivessem em mãos de outra classe de pessoas, os membros estariam à mercê do seu comportamento oportunista (Pirrong, 2000, p. 7). Situação similar é ilustrada por Williamson (1985, p. 37-38) em seu exemplo de uma “sociedade imóvel” e de uma “sociedade móvel”.⁴⁹ A indentificação entre proprietários e clientes evita, portanto, alguns dos custos contratuais presentes nas organizações desmutualizadas, nas quais as referidas funções encontram-se separadas.

⁴⁹ Contratados por uma empresa mineradora para trabalhar numa localidade distante e isolada (“sociedade imóvel”), os novos funcionários preocupam-se não apenas com os salários que irão receber, mas também com as condições de moradia e com a infraestrutura econômica do lugar. Caso eles tenham de construir as suas próprias casas, estarão realizando investimentos de caráter específico, visto que tais moradias terão valor apenas naquela restrita comunidade, cujas atividades giram em torno da empresa. Assim, se, no contrato de trabalho, a construção das casas for incumbência dos trabalhadores (e não da empresa), estes irão exigir algum tipo de compensação ou garantia para fazê-lo (vg., através de contratos de trabalho de longo prazo, da garantia de um mercado para a venda do imóvel, da concessão de benefícios, etc.). Como se percebe, fato semelhante ocorre nas bolsas mutualizadas sem fins lucrativos: os membros que fazem investimentos na infraestrutura da bolsa, buscando proteção contra um possível comportamento oportunista que vise a lhes extrair renda, atribuem a si próprios os direitos de propriedade sobre a organização. Tal arranjo reduz os custos de transação, assim como o fazem as cláusulas contratuais que defendem os trabalhadores da sociedade imóvel contra uma eventual atitude oportunista da empresa mineradora, a qual poderia apoderar-se das casas de maneira abusiva, aproveitando-se de sua posição vantajosa. A situação muda, porém, na “sociedade móvel”, na qual a localidade é ligada ao resto do mundo por meio de eficientes sistemas de transportes e de telecomunicação. Agora surgem fatores como a concorrência, que protege os investimentos realizados pelos trabalhadores: com a ampliação do mercado, seus imóveis podem ser vendidos a diversas pessoas, que competem entre si pela aquisição do bem.

Nas bolsas mutualizadas com fins lucrativos, os membros controladores – que também atuam como intermediários, utilizando diretamente os serviços por ela prestados – enfrentam um duplo problema de maximização: ao mesmo tempo em que, no papel de clientes, desejam acessar a plataforma de negociação da bolsa ao menor custo possível, no papel de proprietários, querem desfrutar dos lucros gerados pela organização. Como os membros controladores geralmente derivam mais utilidade dos serviços prestados pela bolsa do que dos lucros por ela distribuídos, a organização não é gerida de forma a maximizar seus resultados. Face à diversidade de interesses, cada membro se depara com um problema de maximização distinto, o que pode acarretar conflitos quanto à determinação das políticas de preços e de investimentos, bem como quanto ao papel regulador a ser desempenhado pela bolsa (Di Noia, 2000, p. 2).

Entretanto, a distribuição de lucros é apenas uma das formas de se empregar o excedente da organização em prol dos seus membros. Em realidade, o duplo problema de maximização persiste ainda que a bolsa não pague dividendos aos seus participantes. Isso porque essas organizações podem beneficiar seus membros de maneira indireta, ao aplicar os recursos na melhoria da estrutura da plataforma de negociação, investindo, por exemplo, em novos sistemas de comunicação, etc.

No que diz respeito ao processo decisório, não é possível a um membro adquirir as participações dos demais membros da organização. Por extensão, tampouco é dada ao membro a possibilidade de adquirir os direitos de voto de seus semelhantes. Assim, a única forma de pressionar a administração é através do voto individual e democrático, situação que enseja problemas de *free-riding* (Hart & Moore, 1996, p. 68).

3.3 As vantagens e desvantagens da estrutura desmutualizada

Muitas bolsas foram desmutualizadas ou planejam passar por esse processo com vistas à sua abertura de capital. No Brasil, isso implica a transformação da bolsa em uma sociedade anônima de capital aberto. Nos EUA e em outros países de tradição anglo-saxônica, a listagem pressupõe a adoção da forma legal da *public corporation*.

Numa sociedade anônima de capital aberto, bem como na *public corporation*, o capital da organização é fracionado em inúmeras ações livremente transferíveis, o que permite uma

alocação mais eficiente do risco do que naquelas organizações cujos direitos de propriedade estão intimamente ligados à função de tomada de decisão (por exemplo, numa sociedade limitada, assim como numa *private corporation*, é comum os sócios tomarem as decisões sobre a gestão da empresa). De acordo com Fama & Jensen, isso ocorre pelas seguintes razões: em primeiro lugar, essa estrutura de propriedade permite que o risco residual seja diluído entre vários investidores, cada qual podendo escolher o nível de risco ao qual deseja se expor de acordo com a quantidade de ações adquiridas; em segundo lugar, ao possibilitar aos investidores a diversificação de seus investimentos – e, assim, a diluição de seu risco entre várias companhias que contam com esse tipo de estrutura (1998, p. 4), estende àqueles indivíduos que não desejam engajar-se na gestão da companhia a possibilidade de participar dos seus resultados, atuando exclusivamente como suportadores do risco residual. Problemas de agência à parte, a maior especialização das funções – mediante a separação quase total entre tomada de decisão e suporte dos riscos residuais – diminui a influência da aversão ao risco dos sócios sobre o processo decisório.

Nas firmas desmutualizadas, tomando-se como exemplo uma sociedade anônima de capital aberto, o corpo de administradores é eleito mediante o voto dos acionistas, proporcionalmente à quantidade de ações que possuem. Contudo, problemas de agência estão presentes nas relações entre acionistas e gestores, ainda que os primeiros tenham incentivos para monitorar o comportamento dos últimos, em vista da maximização dos ganhos residuais. Em havendo interesses heterogêneos, podem ocorrer também problemas de agência entre acionistas controladores (que, na prática, elegem e supervisionam o corpo administrativo) e acionistas minoritários, especialmente nas corporações com capital pulverizado, marcadas por uma forte separação entre propriedade e controle. Em seu estudo seminal, Berle & Means (1932) sugeriram a existência de uma correlação inversa entre o grau de pulverização do capital e o nível de desempenho da corporação (Demsetz & Lehn, 1985, p. 1164).

Por conta disso, Hansmann (2000, p. 239) afirma que o controle exercido pelos acionistas sobre a administração de uma grande corporação com fins lucrativos não difere muito daquele exercido sobre os gestores de uma companhia sem fins lucrativos. Face aos inúmeros problemas de agência presentes entre acionistas e administradores, a pressão exercida sobre estes é de tal forma atenuada que as grandes corporações comportam-se quase como se fossem firmas sem fins lucrativos. Para Hansmann, se as firmas com fins lucrativos são mais eficientes (principalmente no que tange à minimização de custos), isto se deve, em grande parte, à clara definição do seu objetivo: a maximização do retorno sobre o capital

investido. Como esse resultado é facilmente mensurável, permite que o desempenho da administração seja avaliado com maior precisão, diferentemente do que ocorre numa firma sem fins lucrativos dotada de uma grande variedade de objetivos pouco definidos. Os acionistas (investidores de capital) possuem interesses homogêneos - a maximização de lucros (Hansmann, 2000, p. 289).

Nas organizações desmutualizadas, como as *corporations*, predomina a regra *one share, one vote*, significando que cada ação confere ao seu titular o direito a um voto (isto é, havendo uma relação de proporcionalidade entre a quantidade de ações que cada acionista detém e o seu direito sobre os resultados da companhia). Para Grossman & Hart (1987), essa regra é eficiente porque é de interesse dos acionistas que o controle sobre a corporação seja adquirido ao maior custo possível, de modo a que mudanças no controle ocorram somente no caso de aumentar a riqueza dos acionistas, maximizando o valor total dos papéis da organização.

Como foi visto, problemas de agência surgem a partir da delegação, por parte dos acionistas, da administração da companhia a terceiros que não assumem os riscos residuais. Para mitigar os problemas de agência, é comum atrelar parte da renda dos diretores ao desempenho das ações da companhia. No entanto, ainda restam problemas relacionados à tomada de decisão coletiva, uma vez que o custo de monitoramento para cada acionista pode ser mais alto do que os benefícios daí advindos, disso resultando que somente um grupo dotado de interesses homogêneos e grande o bastante para assumir o controle da companhia teria interesse em monitorar o comportamento dos administradores (Grossman & Hart, 1987, p. 1).

4 Fatores determinantes da desmutualização das bolsas de valores

Em reportagem de maio de 2006, a *Economist* afirmava a inadequação das bolsas mutualizadas à nova realidade do mercado. Segundo a revista britânica, as bolsas tradicionais sacrificavam a eficiência em nome dos interesses particulares de seus membros. Porém, a desmutualização - e a resultante abertura das estruturas de propriedade das bolsas - pavimentou o caminho para as fusões e para a consolidação do setor.

The hundreds of exchanges, usually housed in grand buildings with spacious trading floors, which grew over the centuries out of those informal gatherings, have no place in today's world of global capital flows and high-speed electronic trading. The old-style exchanges were traditionally organised as mutual trading clubs that charged outsiders commissions and others fees to gain access to their liquidity. Their members mounted a lengthy rearguard action against the forces of efficiency, which promised to benefit their customers at the expense of their own traditional sources of profit. That has now ended in a series of demutualisations. Members have voted to turn their exchanges into for-profit public companies. Now the members have cashed out, the exchange can then be run--or, increasingly, sold--to maximise the value of the business rather than to serve the narrow interests of its members (by providing such benefits as jobs for floor traders, or a privileged look at the order flow from outside investors)(...) ⁵³

As bolsas eram originalmente organizadas como instituições mutualizadas dirigidas por um número restrito de membros. Estes, a fim de preservar seus privilégios de intermediação e maximizar lucros, impunham diversas limitações à entrada de novos membros. Assim, ofertavam um volume de serviços inferior ao que seria oferecido num mercado competitivo, conseguindo, dessa maneira, praticar preços mais elevados. Como não havia competição, e os custos de transacionar ativos financeiros por meios alternativos eram proibitivos, as bolsas - e seus membros - desfrutavam de verdadeiros monopólios locais, aumentando preços e restringindo a oferta de serviços de intermediação.

Contudo, inovações tecnológicas, mudanças nas circunstâncias econômicas e no ambiente institucional provocaram uma verdadeira reestruturação do setor. Diante desse novo cenário, a manutenção da estrutura mutualizada poderia implicar, aos membros das bolsas, uma menor demanda por seus serviços de intermediação e, por conseqüência, menores lucros. Esta seção tem por objetivo identificar os fatores determinantes da desmutualização das bolsas. A partir de uma revisão da literatura, serão apresentados os argumentos sustentados pelos autores que se dedicaram ao estudo da estrutura interna dessas organizações.

⁵³ "Battle of the bourses - Financial exchanges." *The Economist* (US) 379.8479 (May 27, 2006): 65US. [Academic OneFile](#). Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

A desmutualização é um processo gradual cuja etapa inicial usualmente enseja a conversão da bolsa em uma companhia fechada de responsabilidade limitada (*private limited company*). Essa transformação implica a separação entre as figuras do cliente e do proprietário da organização, eliminando a dualidade existente nas organizações mutualizadas. Nesse estágio, os títulos de propriedade ainda sofrem restrições em sua circulação, impossibilitando que seus membros antecipem eventuais ganhos provenientes de sua política de governança - ou seja, ainda que o mercado possua boas expectativas quanto aos resultados futuros da organização, isso ainda não se reflete no valor dos seus títulos de propriedade.

À medida que os direitos de propriedade são transferidos para investidores externos, os direitos de utilização da plataforma de negociação da bolsa (*trading rights*) passam a ser conferidos contratualmente, não mais decorrendo do fato de o usuário ser membro da organização (os intermediários, antes proprietários ou membros da firma, permanecem apenas como clientes ou usuários diretos dos seus serviços). Assim, no decorrer do processo de desmutualização, a fungibilidade dos direitos de propriedade sobre a bolsa aumenta gradativamente, ao mesmo tempo em que a organização passa a operar como uma verdadeira firma, visando à maximização de lucros.

Num segundo momento, a bolsa pode proceder à abertura de capital e ao lançamento de suas ações no mercado (*auto-listagem*). Após esse estágio, a organização é considerada como totalmente desmutualizada. Geralmente, essa operação envolve a constituição de uma *holding* que administra a bolsa e lança suas ações no mercado. Face à possibilidade de livre negociação dos títulos de propriedade da bolsa, o valor desta passa a ser resultado da interação das forças de oferta e demanda, conforme as expectativas do mercado quanto ao fluxo de caixa futuro da organização. Isso ocorreu, por exemplo, após o anúncio do plano de desmutualização da Bovespa, a qual, mesmo antes de abrir seu capital, viu disparar o valor de seus títulos patrimoniais. Como consequência, surgem poderosos incentivos para que os proprietários da organização elejam e supervisionem administradores preocupados em manter uma boa política de governança à luz dos investidores. Operando como uma sociedade anônima de capital aberto ou como uma *public corporation*, a bolsa passa atuar exclusivamente no interesse de seus acionistas.

4.1 Teorias sobre a organização interna das bolsas

Uma teoria sobre a organização interna das bolsas pretende identificar os fatores que determinam a conformação das suas estruturas de propriedade e governança. Os estudos de Hart & Moore (1996) e Pirrong (2000) trouxeram importantes contribuições a esse campo ainda bastante inexplorado.

Hart & Moore (1996) compararam as estruturas internas de bolsas organizadas como cooperativas e bolsas organizadas como firmas com fins lucrativos, cuja propriedade está em mãos de agentes externos, que detêm os direitos residuais de controle. Em seu estudo, assumiram que: i) as políticas implementadas pela bolsa são decididas pelo voto democrático, conforme a vontade da maioria dos membros-eleitores; ii) a bolsa distribui lucros de maneira isonômica aos seus membros; iii) os membros diferem apenas em termos de “tamanho”, isto é, quanto ao volume de negócios por eles intermediados⁵⁵; iv) como consequência, os membros possuem interesses distintos e, por vezes, conflitantes; v) além da heterogeneidade de interesses, a população de membros encontra-se assimetricamente distribuída ao longo do *continuum* de preferências possíveis, o que significa que o membro-eleitor mediano (aquele que separa o conjunto de membros em duas partes iguais) não coincide com o membro-eleitor médio (que representa as preferências “médias” de todos os membros); vi) essa assimetria na distribuição dos eleitores-membros ao longo da reta de preferências tende para aqueles membros que possuem os custos marginais mais elevados (ou seja, o eleitor mediano faz parte do grupo de eleitores que possuem um custo maior); vii) ausência de problemas de agência.

Para os autores, a diversidade de membros faz com que os interesses do membro eleitor-mediano (o qual assegura a maioria simples dos votos num sistema democrático) não coincidam com o interesse “geral” ou “médio” dos componentes da organização. Como resultado, aquele freqüentemente toma decisões subótimas perante os membros e os consumidores finais dos serviços da bolsa (investidores e *issuers*). Quanto maior for essa diversidade, mais ineficiente será a forma cooperativa frente à propriedade externa. Assim, nas situações em que tanto a diversidade entre os membros quanto o grau de competição são substanciais, a solução mais eficiente (i.e., que maximiza o bem-estar conjunto dos membros

⁵⁵ Treptow (2000, p. 45) aponta duas fontes de heterogeneidade: a primeira refere-se ao “tamanho” do membro (ou, dito de outra forma, à receita bruta por ele gerada frente ao segmento de mercado em que atua), que corresponde àquela utilizada por Hart & Moore em seu estudo; já a segunda diz respeito às diferenças funcionais dos membros nos processos transacionais (*market makers x brokers*).

da bolsa, investidores e *issuers*) seria transferir a propriedade da bolsa a proprietários externos. Em síntese, os autores concluíram que: i) a estrutura de governança desmutualizada (*outside ownership*) torna-se relativamente mais eficiente que a forma cooperativa à medida que aumenta a diversidade (heterogeneidade de preferências) entre os membros da organização; ii) a estrutura desmutualizada torna-se relativamente mais eficiente que a forma cooperativa conforme a bolsa enfrenta maior competição.⁵⁶

Contudo, Hart & Moore frisam que, embora a *outside ownership* apareça como uma estrutura de governança superior sob essas circunstâncias, não necessariamente será adotada pelos membros da bolsa, pois tal medida pode ser barrada por aqueles prejudicados (1996, p. 62). Como resultado, as bolsas tradicionais mostram-se menos sensíveis à influência das forças econômicas do mercado do que aquelas organizadas como firmas com fins lucrativos e dotadas de estrutura de propriedade aberta.

Em seu estudo, Pirrong (2000) assume que os membros das bolsas comportam-se como agentes maximizadores de lucros e que aquelas detêm algum poder de mercado, diferindo das firmas tomadoras de preços que caracterizam um mercado em concorrência perfeita. Além disso, diferentemente de Hart & Moore, Pirrong admite que as decisões das bolsas sejam resultado de barganhas mutuamente benéficas entre seus membros, independentemente do processo de votação e da regra da maioria. Por fim, em sua análise, o que distingue as bolsas sem fins lucrativos daquelas com fins lucrativos é o fato de as primeiras não poderem distribuir seu excedente entre seus membros.

Para o autor, dois fatores são determinantes para a configuração interna das bolsas: a heterogeneidade de seus membros e o poder de mercado do qual a organização desfruta. O primeiro fator determina se elas irão estruturar-se como entidades com ou sem fins lucrativos; já o segundo fator, combinado com o primeiro, determina a eficiência da estrutura de governança da bolsa na acomodação dos interesses conflitantes.

A heterogeneidade de interesses decorre da existência de membros especializados na prestação de determinados serviços (i.e., com diferentes curvas de custo marginal), o que faz com que os ganhos da bolsa como um todo sejam distribuídos de forma assimétrica entre seus participantes, ocasionando conflitos de interesse (2000, p. 19). Esses conflitos podem ser mitigados ou resolvidos através de barganhas mutuamente benéficas entre as partes, cujo

⁵⁶ Hart & Moore empregam o termo “eficiência” no sentido do critério Kaldor-Hicks, ou seja, uma situação X é mais eficiente que uma situação hipotética Y se o resultado líquido (benefícios totais subtraídos dos custos totais) para os participantes da bolsa forem maiores em X do que em Y (1996, p. 56).

resultado depende da eficiência da estrutura de governança da bolsa na acomodação dos diversos interesses envolvidos. Para o autor, os intermediários-membros que possuem custos menores podem retirar-se da organização caso sintam-se explorados pelos membros que possuem custos maiores, a fim de constituir a sua própria bolsa (2000, p. 13). Essa permanente ameaça de retirada e de formação de uma organização concorrente limita a capacidade dos membros com altos custos de extrair excedente dos demais. Assim, mesmo que o eleitor mediano faça parte da classe de membros que possuem altos custos, as decisões da organização não necessariamente refletirão os reais interesses destes, devido à ameaça representada pela retirada dos membros com baixos custos.

Na medida em que os membros com baixos custos detêm significativo poder de barganha dentro da organização, a heterogeneidade de interesses atua num sentido diverso daquele sugerido por Hart & Moore, constituindo razão fundamental para o predomínio - até tempos recentes - de bolsas organizadas como entidades sem fins lucrativos. Num ambiente sem competição, no qual as bolsas detêm substancial poder de mercado e seus intermediários-membros são capazes de manter acordos anticompetitivos (conluíus) entre si (vg., para a fixação de preços supracompetitivos ou limitação da quantidade ofertada), a heterogeneidade de interesses as leva a se estruturarem como organizações sem fins lucrativos, voltadas à maximização dos ganhos conjuntos dos intermediários-membros. Embora o excedente gerado pela organização não seja distribuído sob a forma de dividendos, os intermediários-membros podem desfrutar do poder de monopólio da bolsa, mediante, por exemplo, o estabelecimento de regras que limitem o número de membros e protejam seus conluíus. Essa maximização se dá em detrimento do bem-estar dos investidores, que pagam um preço supracompetitivo (vg., sob a forma de taxas de negociação) pelos serviços prestados pela bolsa.

Para Pirrong, é somente na presença de interesses homogêneos que as bolsas tendem a se estruturar como firmas com fins lucrativos. Nesse caso, todos os membros concordariam em torno de um preço supracompetitivo a ser cobrado pela prestação de seus serviços de intermediação. Contudo, a “traição” ao conluio por parte de algum dos membros seria uma possibilidade sempre presente, ensejando custos de monitoramento do comportamento dos membros. Assim, existem incentivos para adotar a finalidade lucrativa face à possibilidade de a bolsa estabelecer uma *joint sales agency* que incorreria em menores custos de monitoramento.

Em síntese, Pirrong enxerga a heterogeneidade de interesses como um obstáculo à adoção da forma lucrativa. Contudo, sua abordagem é distinta daquela utilizada por Hart &

Moore, vez que não trata da separação entre direitos de propriedade e direitos de intermediação, traço fundamental das bolsas desmutualizadas. Ocorre que a discussão acerca da finalidade da organização – se lucrativa ou não lucrativa – aplica-se tanto às bolsas mutualizadas como às bolsas desmutualizadas. Por essa razão, o trabalho de Pirrong traz contribuições limitadas à questão dos fatores que motivam a transformação das estruturas de propriedade e governança das bolsas. Por seu turno, Hart & Moore acreditam que a transferência dos direitos de propriedade da bolsa a agentes externos “homogeneizaria” os interesses envolvidos, reduzindo a possibilidade de conflitos (enquanto que numa bolsa mutualizada os membros enfrentam um *tradeoff* entre o desejo de maximizar os lucros da organização e o de utilizar a estrutura da bolsa ao menor custo possível, nas bolsas desmutualizadas, os proprietários possuem apenas um interesse, o de maximizar os lucros da organização).

4.2 Os fatores determinantes da desmutualização das bolsas

Treptow realizou um trabalho no qual buscou identificar os determinantes da mudança organizacional na indústria das bolsas de valores. O autor utilizou uma amostra contendo 49 bolsas de 40 países. Os resultados de seu estudo evidenciaram que tanto aspectos relacionados às bolsas em si quanto às características da economia na qual operam têm influência sobre a sua propensão em optar pela estratégia da desmutualização (2000, p. 68). Suas hipóteses são as seguintes: i) a propensão de uma bolsa a desmutualizar-se é tanto maior quanto mais aberta for a economia em que opera (em termos de fluxos de capitais); ii) a propensão de uma bolsa a desmutualizar-se é tanto maior quanto menor for sua importância para a economia do país; iii) a propensão de uma bolsa a desmutualizar-se é tanto maior quanto maior for o número de *equity issuers* que utilizam a bolsa como meio para emitir (listar) ações. Conforme o estudo de Treptow, em contraste com as visões de Hart & Moore e Pirrong, os efeitos da competição sobre o comportamento das bolsas resultaram ambíguos.

4.2.1 Inovações tecnológicas

Em seus trabalhos, Treptow (2000), Steil (2002) e Pirrong (2000) enfatizaram as inovações no campo da tecnologia da informação e da comunicação como um dos fatores determinantes para as mudanças na organização interna das bolsas, uma vez que, ao intensificar a competição, alteraram a própria estrutura de mercado do setor. A automatização e a informatização das transações, à medida que foram substituindo o tradicional *trading floor* e as negociações cara-a-cara, proporcionaram a redução dos custos envolvidos nas trocas, sobretudo pela maior agilidade, transparência e segurança conferidas às operações. Disso resultou uma maior eficiência, com os preços se ajustando mais rapidamente ao conjunto informacional disponível.

A aplicação dessas tecnologias ao processamento das ordens afetou consideravelmente a competição entre as bolsas, chegando mesmo a pôr fim à posição privilegiada de monopólio local da qual muitas desfrutavam (Treptow, 2000, p. 50). Podendo os investidores acessar remotamente vários mercados de maneira simultânea, perdeu importância a localização geográfica das bolsas, surgindo daí um verdadeiro regime de competição no qual essas organizações passaram a concorrer em termos de serviços e preços, buscando oferecer elevada liquidez e baixos custos de negociação (Malkamäki, 2000, p. 7). Uma das primeiras fontes de competição às bolsas tradicionais foram os sistemas alternativos de negociação, que, devido aos seus reduzidos custos de negociação, atraíram para si parte do volume negociado naquelas bolsas, realizando operações com ativos idênticos aos nelas transacionados.

Os serviços fornecidos por uma bolsa (infraestrutura de negociação) podem ser classificados como parcialmente rivais e exclusivos, não apresentando a natureza de verdadeiros bens públicos. Isso significa que: i) o custo marginal para a bolsa de oferecer o seu serviço a um membro adicional é positivo, e; ii) o uso da infraestrutura da bolsa por um determinado membro afeta a capacidade de um outro membro utilizá-lo. Por essa razão, Steil (2002, p. 2) afirma que a necessidade de se restringir o ingresso de novos membros nas bolsas mutualizadas devia-se às limitações existentes na estrutura física das bolsas. Como as transações requeriam contato verbal e visual, era preciso racionar o uso da estrutura das bolsas para não prejudicar o andamento das negociações.⁵⁷ Entretanto, com a automatização das transações, tais restrições perderam seu sentido, uma vez que a admissão de um intermediário-

⁵⁷Hart & Moore (1996, p. 67) citam o caso da London Stock Exchange, a qual, antes mesmo de sua desmutualização, já permitia o ingresso de novos membros mediante o cumprimento de determinados requisitos.

membro adicional passou a ter custo marginal virtualmente nulo. Por esse motivo, muitas bolsas substituíram a cobrança de uma taxa fixa por membro por uma taxa variável conforme o volume de transações realizadas.

Para Pirrong (2000, p. 26), as inovações tecnológicas tiveram um papel importante na transformação das bolsas, principalmente no que respeita à adoção da forma lucrativa. A introdução de sistemas eletrônicos de negociação - tanto através de novas bolsas quanto por aquelas já estabelecidas - teve por efeito reduzir a heterogeneidade de interesses entre os membros da organização⁵⁸⁻⁵⁹, o que, para o autor, é um pré-requisito para a adoção da forma lucrativa. Além disso, a informatização reduziu a necessidade de os intermediários serem também proprietários da organização, vez que, ao estarem conectados eletronicamente a vários mercados (bolsas), limitam as possibilidades de uma bolsa específica expropriar seus ganhos. O desaparecimento do elo de ligação entre direitos de propriedade e direitos de intermediação permitiu a transferência da propriedade da organização a agentes externos, que visam exclusivamente à maximização do retorno sobre o capital investido, mediante a adoção da finalidade lucrativa.

Entretanto, Pirrong não crê em uma separação absoluta entre proprietários e clientes (usuários diretos) da bolsa, sendo bastante plausível que grandes intermediários – os quais muitas vezes definem as regras de governança da organização - permaneçam com significativas frações do capital das novas bolsas estruturadas como sociedades anônimas com fins lucrativos. Nesse caso, as bolsas de capital aberto se assemelhariam às organizações mutualizadas, e problemas poderiam surgir caso persistisse entre seus proprietários uma significativa heterogeneidade de interesses, fato que ocorreu após a desmutualização da London Stock Exchange (2000, p. 26-27). No mesmo sentido, Steil (2002, p. 7-8) afirma ser decisivo para o sucesso do processo de desmutualização que não-membros efetivamente adquiram parcelas do capital da organização, pois, do contrário, a estrutura de incentivos a guiar as decisões da bolsa será, na prática, a mesma presente sob a forma mutualizada. Isso equivale a dizer que o simples fato da desmutualização (separação entre os direitos de propriedade e os direitos de intermediação) não garante um melhor alinhamento de incentivos entre intermediários-membros e investidores.

⁵⁸ O autor afirma que a informatização das bolsas afasta a necessidade de intermediários locais e dos chamados *pit brokers*, aqueles que atuam no *trading floor*, realizando ordens de compra e venda.

⁵⁹ Um exemplo do sucesso das redes eletrônicas é a bolsa européia de derivativos EUREX, que aproximou consideravelmente os mercados financeiros dos países europeus.

Para Steil, a eficiência de uma bolsa na acomodação dos interesses conflitantes depende em grande parte da possibilidade de realização de barganhas entre seus membros, o que, por sua vez, exige que a estrutura de governança da organização ofereça mecanismos que dêem suporte a essas barganhas. Se as barganhas puderem ocorrer, trocas mutuamente benéficas serão realizadas, e as decisões tomadas pela organização (a respeito de regras sobre contratos, sobre a disciplina de conluíus entre corretoras, sobre as atividades de *trading floor*, etc.) tenderão a ser mais eficientes, no sentido de refletir de uma maneira mais acurada os interesses heterogêneos dos membros que a compõem (Steil, 2002, p. 33). Na verdade, Steil aborda o assunto sob a perspectiva dos custos de transação, sugerindo que, em situações em que esses custos são altos, a realização de barganhas entre os membros da bolsa para a tomada de decisões eficientes pode não ser factível, persistindo, dessa maneira, a presença de regras ineficientes.

4.2.2 *Competição e consolidação*

As bolsas são organizações que minimizam os custos transacionais envolvidos na negociação de ativos financeiros, possibilitando que seus membros exerçam suas atividades de intermediação de forma lucrativa. Dessa forma, elas proporcionam uma maior eficiência na alocação dos recursos disponíveis no mercado. Porém, quando na ausência de competição com outras bolsas e/ou sistemas alternativos de negociação, seus membros podem impor preços superiores aos custos marginais pelos serviços de intermediação, maximizando seus ganhos individuais em detrimento do bem-estar dos investidores que transacionam seus ativos na bolsa. Como resultado, a ausência de competição leva os membros a desenvolver regras e estruturas de governança ineficientes do ponto de vista social (Pirrong, 2000, p. 3).⁶⁰ E, de fato, as bolsas deparam-se com curvas de demanda negativamente inclinadas, denotando a existência de poder de mercado.

⁶⁰ O autor sustenta que os membros podem explorar o poder de mercado da bolsa de pelo menos duas formas: i) através da cobrança de um preço superior ao custo marginal (vg. mediante taxas de negociação impostas aos investidores) e da distribuição do excedente aos seus membros; ii) mediante a cobrança de um preço igual ao custo marginal, porém, com a criação de regras que permitam aos membros explorar o poder de monopólio da bolsa (vg. regras que limitem o número de membros ou que estabeleçam um cartel entre eles).⁶⁰ No primeiro caso, a bolsa opera como uma instituição com fins lucrativos; no segundo, opera como uma instituição sem fins lucrativos, a qual, através da redução da concorrência entre seus membros, proporciona a maximização dos lucros individuais (Treptow, 2000, p. 3)

A estrutura de mercado do setor de bolsas foi tradicionalmente caracterizada pela centralização do volume de negócios em um pequeno número de organizações. Contudo, as inovações tecnológicas anteriormente comentadas trouxeram enorme dinamismo ao setor, intensificando a concorrência antes quase inexistente. Essa intensificação da concorrência estimula as bolsas a desenvolver novas fontes de receita, através da introdução de produtos financeiros. Assim, os esforços concentram-se não apenas na captação de empresas interessadas em listar suas ações, mas também na criação de novos mercados, especialmente para negociação de instrumentos derivativos. Como em qualquer mercado competitivo (ou próximo do modelo ideal de concorrência perfeita), o resultado é uma alocação de recursos mais eficiente: os novos instrumentos financeiros, tais como as opções, possibilitam cobrir um número maior de possíveis estados da natureza, propiciando, assim, uma melhor diluição do risco e uma precificação mais acurada dos ativos negociados no mercado.⁶¹

Assim, bolsas eletrônicas começaram a atrair para si parte dos negócios antes realizados nas bolsas tradicionais, retirando-lhes liquidez. Sob essas novas circunstâncias, os intermediários-membros de muitas bolsas mutualizadas viram como melhor alternativa abrir mão de seus títulos patrimoniais e transferi-los a investidores externos, visto que a continuidade da forma organizacional original acabaria por retirar competitividade da bolsa, reduzindo assim os seus ganhos individuais.

Ademais, outra forte razão para a desmutualização – e intimamente ligada à questão da competição – consiste na realização de operações de fusões e aquisições entre as bolsas, com vistas à obtenção de sinergias. Nesse setor, tais operações são justificadas principalmente pela busca de maior liquidez, no sentido de concentrar o maior volume de transações possível em um único ambiente de negociação. A consolidação tem sido a tônica dos últimos anos, tendo contribuído decisivamente para essa tendência a adoção de sistemas eletrônicos de

⁶¹ Segundo Ross (1976, p. 75-78), os contratos de opções sobre ativos podem aumentar a eficiência na alocação dos recursos ao permitir a expansão do rol de contingências cobertas pelo mercado. O autor afirma que o número de estados da natureza pode exceder em muito o número de ativos existentes no mercado, o que gera uma situação de ineficiência. Em outras palavras, a possibilidade da ocorrência de determinados eventos pode não se encontrar refletida nos preços dos ativos negociados na bolsa, fazendo com que os agentes tomem decisões equivocadas quanto à alocação dos recursos. Contudo, mesmo que um determinado ativo primitivo falhe ao cobrir todos os estados, é possível formar opções baseadas nesse ativo que expandam a cobertura das contingências possíveis. Como, em geral, é mais barato negociar um derivado de um primitivo do que emitir um novo primitivo, pode-se afirmar que mercados de opções serão criados até o ponto em que os ganhos sejam superados pelos custos (com efeito, a criação de novos mercados pode ensejar custos consideráveis, e, se estes forem suficientemente altos, será ineficiente abrir novos mercados, ainda que eles possibilitem cobrir todos os possíveis estados da natureza). Em suma, instrumentos derivativos - como as opções - permitem que os riscos sejam transferidos para os agentes que lhes atribuem o maior valor, fazendo com que o mercado reflita com maior precisão as preferências dos investidores. Isso significa que, através dos mercados de opções, é possível abarcar uma quantidade maior de possíveis estados de natureza do que ocorreria caso só existisse o mercado à vista.

negociação, o que aproximou mercados e intensificou a competição, já que as bolsas passaram a disputar os mesmos clientes.

A constituição de uma plataforma de negociação envolve substanciais custos iniciais. Porém, como esses custos são fixos, ganhos de escala podem ser obtidos ao se adicionar novas ações ou instrumentos financeiros à plataforma, o que reforça a tendência natural à concentração das transações em uma única bolsa, tendo-se em vista que cada investidor acredita poder obter um melhor preço ao lidar com a maior quantidade possível de compradores, e vice-versa. Assim, visto que existem custos fixos relevantes ao funcionamento das bolsas (como os custos relacionados à constituição e operação do *trading floor* e dos sistemas computadorizados de negociação), a consolidação através de fusões e aquisições torna-se um meio à obtenção de economias de escala. Entretanto, há razões para se acreditar que exista um limite a esses ganhos, passando a curva de custo médio das bolsas a apresentar um ramo ascendente a partir de determinado ponto (muito embora a escala mínima de eficiência seja bastante elevada). Isso porque, como concluiu Malkamäki (2000, p. 7), existem forças contrapostas em ação, umas levando à consolidação, outras levando à fragmentação do setor. Enquanto as novas tecnologias de comunicação para o processamento de transações estimulam a consolidação do setor em um pequeno número de bolsas (ou mesmo em uma única grande bolsa), a necessidade de obtenção e de transmissão de informações complexas e de caráter específico pode tornar necessário o funcionamento de várias bolsas simultaneamente.⁶³

Para Steil (2002, p. 6), a principal função da desmutualização é reduzir o controle que determinados intermediários-membros exercem sobre o posicionamento estratégico da organização. O autor acredita que determinados membros, no intuito de maximizar seus lucros (provenientes da atividade de intermediação), impõem obstáculos ao aumento da eficiência da bolsa na prestação de seus serviços. Tal situação costuma ocorrer quando os diferentes membros são afetados de maneira desigual pelos resultados auferidos pela organização. Para Treptow (2006, p. 2), o fato de algumas bolsas terem demorado a adotar novas tecnologias, como os sistemas eletrônicos de negociação, pode ser atribuído aos esforços de intermediários-membros preocupados em preservar seus interesses individuais em

⁶³ Para o autor, as bolsas desempenham dois tipos de funções. A primeira função diz respeito ao processamento de transações, que envolve informações altamente padronizadas. De acordo com os resultados do estudo de Malkamäki, essa atividade permite ganhos de escala à medida que aumenta o número de transações. A segunda função concerne ao manejo de informações específicas fornecidas pelas empresas listadas na bolsa. Como essa informação é complexa, exige contatos cara-a-cara e uma atuação mais local. O estudo apontou que tal atividade não apresenta ganhos de escala, sendo aparentemente vantajoso que tarefas como a listagem e a comunicação com as companhias continuem sendo desempenhadas por bolsas locais (Malkamäki, 2000. p. 9).

detrimento da lucratividade e da eficiência da organização. Tal fato também foi destacado em reportagem de agosto de 1999 da *Economist*, que apontou exemplos de bolsas cujos membros relutavam em aprovar a desmutualização ou mesmo a fusão com outras bolsas.⁶⁴

O importante a ressaltar é que tais resistências são mais facilmente superadas num mercado competitivo, situação em que as bolsas concorrem entre si na busca por investidores e empresas interessadas em nelas listar suas ações ou mesmo diante da concorrência potencial de novas bolsas. Retomando a idéia de Pirrong (2000, p. 23), há mesmo a chance de intermediários-membros descontentes criarem uma organização concorrente, limitando as possibilidades de exploração dos membros por aqueles que detêm o controle da bolsa. Em resumo, os intermediários-membros de modo geral só aceitarão reduzir a demanda pelos seus serviços de intermediação (como consequência da abertura da estrutura de propriedade) se isso for mais que compensado pelos ganhos decorrentes do aumento de *market share* da bolsa. Assim, o grau de competição enfrentado pela bolsa tem influência direta sobre a forma de governança adotada. Como aponta Steil (2002, p. 7), o fato de a Stockholmbörsen ter sido a primeira bolsa a desmutualizar-se consistia numa resposta às ameaças que se lhe apresentavam, como a concorrência com a London Stock Exchange, somadas ao fato de aquele país ter um mercado financeiro que permitia o livre fluxo de capitais. Afora a intenção de obter economias de escala, quanto maior o grau de concorrência, mais atraente tornar-se-á a opção da desmutualização aos intermediários-membros da bolsa. Mesmo porque, como afirma Di Noia, uma característica necessária para a consolidação de toda indústria é a existência de uma estrutura de governança aberta (2001, p. 2), do que decorre a importância da desmutualização como etapa anterior às operações de fusões e aquisições entre as bolsas.

Na Europa, a introdução do Euro e a uniformização da legislação favoreceram uma maior integração dos mercados de capitais. Ao eliminar as moedas nacionais, a moeda comum europeia unificou os mercados, o que reduziu substancialmente o papel das inúmeras bolsas europeias de derivativos, que, até então, forneciam instrumentos financeiros voltados à proteção (*hedge*) contra variações nas taxas de juros praticadas pelos diferentes países do

⁶⁴ "Farewell to the floor?(traditional stock exchanges faced with necessity of change)(Industry Overview)(Statistical Data Included)." The Economist (US) 352.8131 (August 7, 1999): 61. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009
<<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

bloco. Como resultado, houve uma onda de desmutualizações, que culminou com a consolidação do setor.⁶⁵

Reportagem da *Economist* de maio de 2006 apontava que os custos de transação e compensação das bolsas européias alcançavam entre 2 e 5 bilhões de Euros por ano, conforme dados divulgados à época pela Comissão Européia. E uma parte significativa desses custos dizia respeito a operações realizadas em outros países da União Européia (*cross-border trading*), o que fazia com que tais transações chegassem a representar aos investidores um custo seis vezes maior frente a transações realizadas no mercado de seu próprio país.⁶⁶

4.2.3 Mudanças institucionais

Na análise das mudanças institucionais que contribuíram para a alteração das estruturas de propriedade e governança das bolsas, é importante relembrar a distinção feita por North (2006, p. 4-5) entre instituições e organizações. Para o autor, o conjunto de instituições de uma sociedade fornece as regras do jogo no qual atuam as organizações, que incluem corpos políticos (partidos, agências reguladoras, o Poder Legislativo, etc.), corpos econômicos (firmas, cooperativas, sindicatos, etc.), corpos sociais (clubes, associações, igrejas, etc.) e corpos educacionais (escolas, universidades, etc.). As organizações, tais como as firmas, atuam de forma a maximizar os seus ganhos dentro do conjunto de restrições e oportunidades estabelecido pelas instituições. North sustenta haver uma influência recíproca entre as organizações e a moldura institucional, o que se verifica claramente na regulação introduzida pela SEC sobre o funcionamento das ATS's e de bolsas com fins lucrativos, alteração institucional (formal) que respondeu a pressões provenientes das novas organizações que se estabeleceram.

Avanços na padronização e harmonização da regulação dos mercados financeiros – especialmente na Europa – deram importante impulso à desmutualização das bolsas (Treptow, 2000, p. 49). A implementação dos códigos da OECD sobre o livre movimento de capitais nos anos 1980 e as Diretivas sobre Serviços de Investimento nos anos 1990 reduziram as barreiras existentes entre os mercados financeiros dos países europeus (Malkamäki, 2000, p. 7).

⁶⁵ "Cries of London: other European exchanges are in better shape than London's. Will the city lose out?." *The Economist (US)* 347.n8067 (May 9, 1998): S22(4). *Academic OneFile*. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

⁶⁶ Battle of the bourses - Financial exchanges." *The Economist (US)* 379.8479 (May 27, 2006): 65US. *Academic OneFile*. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

Na visão de Steil (2002, p. 4), ao longo do processo de desmutualização, há uma paulatina diminuição dos potenciais conflitos de interesse entre os membros da bolsa, em função da desvinculação entre direitos de propriedade e direitos de negociação. Contudo, quando a heterogeneidade dos membros é considerável, conflitos podem subsistir mesmo após a abertura de capital. Isso ocorreu com a London Stock Exchange, cujos membros – dentre os quais, grandes bancos de investimento e pequenas corretoras – possuíam interesses conflitantes quanto aos direitos de utilização da plataforma de negociação da bolsa, os quais superavam os seus interesses como acionistas ou detentores dos direitos residuais de controle. Isso levou a *Economist* a afirmar que a bolsa londrina era “ingovernável”.⁷⁰

Entretanto, a retirada das restrições relativas à transferibilidade dos títulos de propriedade e ao ingresso no quadro de membros da bolsa diminui a demanda pelos serviços dos membros já existentes. Diante disso, espera-se que todos os membros da bolsa, independentemente da heterogeneidade de interesses, sejam contrários à abolição dessas restrições. Portanto, somente uma força externa poderia explicar o abandono da estrutura mutualizada e a sua substituição por outra em que os títulos de propriedade da bolsa são livremente transferíveis. Para Steil, bem como para Hart & Moore, essa força é a *competição*. Nesse quadro, a harmonização de regras e a retirada de restrições tiveram importante papel, na medida em que abriram espaço para a intensificação da concorrência.

⁷⁰ "Settling scores." *The Economist (US)* 356.8189 (Sept 23, 2000): 21. *Academic OneFile*. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

Considerações Finais

As recentes modificações nas estruturas de propriedade e governança das bolsas de valores trazem à tona as questões discutidas pela teoria da firma. Como seria esperado, a ameaça de potenciais competidores é um poderoso incentivo à reorganização das bolsas; mais do que isso, alinha os interesses dos proprietários das bolsas aos interesses da sociedade como um todo.

Ainda restam questões acerca de como será o comportamento das bolsas desmutualizadas. Como a maioria das firmas listadas, uma bolsa de valores está sujeita à tomada de controle por um grupo restrito de investidores. Seria isso interessante à sociedade? Tal situação não seria tão indesejável como aquelas em que as bolsas eram verdadeiros monopólios locais? Como conciliar isso com o papel auto-regulador das bolsas? A resposta a essas indagações depende da existência de um mercado pelo controle das bolsas desenvolvido (*market for corporate control*), isto é, da existência de efetiva concorrência entre potenciais controladores. Isso pode contribuir substancialmente para o aumento da eficiência corporativa, compelindo os controladores das bolsas a atuarem no interesse de seus acionistas, de modo a maximizar o valor da corporação, vez que, se não o fizerem, poderão ser destituídos de sua posição de controle através de aquisições amigáveis ou mesmo hostis. E a maximização do valor dos títulos de propriedade da organização constitui a maior contribuição possível à sociedade como um todo, desde que não haja externalidades ou monopólios de preço único (Jensen, 2003, p. 2). Em suma, o mercado pelo controle corporativo atenua os prováveis conflitos entre o interesse privado e o interesse público de regulação do mercado, mitigando custos de agência. Contudo, é importante ressaltar a necessidade de regulação das bolsas, pois, como sustenta Pirrong (2000, p. 34), nem sempre os interesses das bolsas estarão alinhados aos interesses dos consumidores.

Para a maioria das atividades econômicas desempenhadas pelas firmas, a atribuição dos direitos de propriedade a proprietários externos, detentores dos direitos residuais de controle, é mais eficiente do que se eles fossem atribuídos a outros grupos participantes da firma. Uma das razões para isso é o fato de os acionistas compartilharem, em geral, interesses homogêneos (Hansmann, 2000, p. 296).

Ao perder vantagens decorrentes do poder de monopólio, os membros das bolsas mutualizadas ofereceriam resistências a mudanças nas estruturas de propriedade e

governança. Contudo, forças externas surgiram (inovações tecnológicas, intensificação da concorrência e mudanças institucionais), ameaçando a posição das bolsas tradicionais. Frente à possibilidade de perda de *market share* (isto é, de liquidez), tornou-se necessária a adoção de novas estruturas de governança e propriedade, possibilitadas pela desmutualização.

Assim, pode-se concluir que diferentes estruturas de propriedade e governança respondem a diferentes condições ambientais. A tendência é que, como resultado da interação das forças de mercado, prevaleçam aquelas estruturas de propriedade que proporcionam o maior retorno aos detentores dos direitos residuais. Se determinada estrutura de propriedade e governança resultasse em maior desempenho para as firmas em todas as circunstâncias, certamente as demais estruturas deixariam de existir, pois os recursos escassos fluiriam para as firmas com as estruturas mais vantajosas. Entretanto, tal não ocorre. Como sustentam Demsetz & Villalonga (2001, p. 34), se o mercado pelo controle corporativo fosse perfeito, não haveria nenhuma relação sistemática entre a conformação interna das firmas e sua performance. Embora esse mercado não seja imperfeito, tal imperfeição não é grande o bastante para determinar a existência de tal relação. Nessa linha, é possível considerar a emergência de estruturas desmutualizadas, mediante a alienação dos direitos residuais de controle a proprietários externos, como uma resposta a mudanças nas condições ambientais enfrentadas pelas bolsas de valores.

Referências bibliográficas

ALCHIAN, Armen; DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, LXII, Dezembro, p. 777-795 in MASTEN, Scott; WILLIAMSON, Oliver. The economics of transaction costs. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 1999.

ASEA Yearbook, 2007. Disponível em: <[http://www.africansea.org/asea/\(S\(nhvk20mti1fcgf55csqenr45\)\)/Library/ASEA_Yearbook2007.pdf](http://www.africansea.org/asea/(S(nhvk20mti1fcgf55csqenr45))/Library/ASEA_Yearbook2007.pdf)>. Acesso em: 02 mai. 2009.

"Battle of the bourses - Financial exchanges." *The Economist (US)* 379.8479 (May 27, 2006): 65US. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

COASE, Ronald. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1990.

COASE, Ronald. The Institutional Structure of Production (Prize Lecture, 1991). Disponível em: <http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1991/coase-lecture.html> Acesso em: 20 jan. 2008.

"Cries of London: other European exchanges are in better shape than London's. Will the city lose out?." *The Economist (US)* 347.n8067 (May 9, 1998): S22(4). Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences. *The Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1833178> > Acesso em: 09 abr. 2009.

DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belén. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, Amsterdam, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266101>. Acesso em: 15 mar. 2008.

DI NOIA, Carmine. Competition and integration among stock exchanges in Europe: network effects, implicit mergers and remote access. *European Financial Management Journal*, Norfolk, v. 7, p. 39-72, 2001. Disponível em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/98/9803.pdf>>. Acesso em: 10 abr. 2008.

DI NOIA, Carmine. Customer-controlled firms: the case of stock exchanges. EFMA 2000 Athens Meetings, Atenas, junho 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=250468> Acesso em: 23 mai. 2008.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1996.

"Europe's stock exchanges." The Economist (US) 356.8188 (Sept 16, 2000): 83. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

"Exchange places." The Economist (US) (May 5, 2001): 3. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Agency problems and residual claims. *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press, 1998. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/725105>> Acesso em: 05 abr. 2009.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. The separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 26, n. 2, p. 301-326, junho 1983. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034#PaperDownload>. Acesso em: 02 abr. 2008.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y., v. 25, n. 2, pp. 383-417, 1969. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2325486>> Acesso em: 05 abr. 2009.

"Farewell to the floor?(traditional stock exchanges faced with necessity of change)(Industry Overview)(Statistical Data Included)." The Economist (US) 352.8131 (August 7, 1999): 61. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

HANSMANN, Henry. *The ownership of enterprise*. Cambridge: Belknap Press, 2000.

HART, Oliver; MOORE, John. The governance of exchanges: members' cooperatives versus outside ownership. *Oxford Review of Economic Policy*, Oxford, v. 12, n. 4, p. 53-69, 1996. Disponível em: <oxrep.oxfordjournals.org/cgi/reprint/12/4/53.pdf>. Acesso em: 09 abr 2008.

GROSSMAN, Sanford; HART, Oliver. One Share/One Vote and the Market for Corporate Control. *NBER Working Paper*, n. 2347, 1987. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w2347.pdf?new_window=1> Acesso em: 05 mai. 2009.

HAYEK, Friedrich. *Individualism and economic order*. Chicago: The University of Chicago Press, 1996.

HUGHES, Pamela. Demutualization of stock exchanges: problems, solutions and case studies. Asian Development Bank, 2002. Disponível em: <http://www.adb.org/documents/books/demutualization_stock_exchanges/chapter_08.pdf> Acesso em: 08 abr. 2008.

IOSCO. Issues Paper on Exchange Demutualization. IOSCO's Technical Committee, junho 2001. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2008.

JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2003.

JENG, LAI & MCNAMARA. Efficiency and Demutualization: Evidence from the U.S. Life Insurance Industry in the 1980s and 1990s. *Journal of Risk & Insurance*, Washington State University, v. 74, n. 3, p. 683-711, setembro 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1009736> Acesso em: 09 mai. 2009.

LEE, Ruben. *What is an exchange?* The automation, management, and regulation of financial markets. New York: Oxford University Press, 1998.

MALKAMÄKI, Markku. *Economies of Scale and Implicit Mergers in Stock Exchange Activities?* Research Department, Bank of Finland, Helsinki, 2000. Disponível em: <fmg.lse.ac.uk/upload_file/40_malkamaki.pdf> Acesso em: 08 abr. 2009.

MERCURO, Nicholas; MEDEMA, Steven. *Economics and the law: from Posner to post-modernism and beyond*. 2. ed. Princeton: Princeton University Press, 2006.

NORTH, Douglass. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

OLSON, Mancur. *The logic of collective action: public goods and the theory of groups*. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

PIRRONG, Craig. A theory of financial exchange organization. *The Journal of Law and Economics*, Chicago, v. 43, n. 2, p. 437-472, outubro 2000. Disponível em: <www.bauer.uh.edu/spirrong/exorg5.pdf>. Acesso em: 15 mar. 2008.

POSNER, Richard. *Economic analysis of law*. 6. ed. New York: Apen Publishers, 2003.

ROBERTSON, Paul. Transaction costs, trust, and the structuring of markets. *Discussion Papers Series 342*, School of Economics, University of Queensland, Australia, 2006. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/p/qld/uq2004/342.html>> Acesso em: 10 mar. 2010.

ROSS, Stephen. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Working Paper* no. 2-73, The Wharton School, University of Pennsylvania, 1978. Disponível em: <<http://finance.wharton.upenn.edu/~rlwctr/papers/7302.PDF>> Acesso em: 04 abr. 2009.

SAUTET, Frédéric. *An entrepreneurial theory of the firm*. New York: Routledge, 2000.

"Settling scores." The Economist (US) 356.8189 (Sept 23, 2000): 21. Academic OneFile. Gale. CAPES. 6 Jan. 2009 <<http://find.galegroup.com/itx/start.do?prodId=AONE>>.

STEIL, Benn. Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences. *Working Paper: Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, p. 61-91, 2002. Disponível em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0215.pdf>> Acesso em: 10 abr. 2008.

TREPTOW, Felix. *The economics of demutualization: an empirical analysis of the securities exchange industry*. München: Duv, 2006.

WFE. Executive Summary from the WFE Governance of Exchanges Survey, março 2006. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/publications/Executive%20Summary%20for%20the%20WFE%20Governance%20of%20Exchanges%20Survey%20-%20March%202006.pdf>> Acesso em: 23 mai. 2008.

WILLIAMSON, Oliver. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, Oliver. *The economic institutions of capitalism: firms, markets and relational contracting*. New York: The Free Press, 1985.