UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE FILOSOFIA, LETRAS E CIÊNCIAS HUMANAS
DEPARTAMENTO DE GEOGRAFIA

WAGNER WENDT NABARRO

**O mercado de capitais no território brasileiro:
ascensão da BM&FBovespa e centralidade financeira
de São Paulo (SP)**

Versão corrigida

São Paulo

2016

WAGNER WENDT NABARRO

O mercado de capitais no território brasileiro: ascensão
da BM&FBovespa e centralidade financeira de São Paulo
(SP)

Versão corrigida da dissertação
apresentada ao Programa de Pós-
Graduação do Departamento de
Geografia da Faculdade de Filosofia,
Letras e Ciências Humanas da
Universidade de São Paulo, para
obtenção do título de Mestre em
Geografia Humana.

Orientador:

Prof. Dr. Fabio Betioli Contel

De acordo,

Prof. Dr. Fabio Betioli Contel

São Paulo

2016

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo na Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo

N113m Nabarro, Wagner
O mercado de capitais no território brasileiro:
ascensão da BM&FBovespa e centralidade financeira de
São Paulo (SP) / Wagner Nabarro ; orientador Fabio
Contel. - São Paulo, 2016.
251 f.

Dissertação (Mestrado)- Faculdade de Filosofia,
Letras e Ciências Humanas da Universidade de São
Paulo. Departamento de Geografia. Área de
concentração: Geografia Humana.

1. Bolsa de valores. 2. Mercado de capitais. 3.
território brasileiro. 4. São Paulo. 5. BM&FBovespa.
I. Contel, Fabio, orient. II. Título.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a meu orientador, Fabio Contel, por todo o acompanhamento e a orientação que me permitiram desenvolver as ideias ao longo deste trabalho, bem como por todo o apoio e a pronta disposição em auxiliar no processo de amadurecimento intelectual e pessoal do qual decorre a elaboração da pesquisa. Também aos professores Mónica Arroyo e Ricardo Mendes do Laboratório de Geografia Política e Planejamento Territorial e Ambiental (Laboplan), da Universidade de São Paulo, assim como aos professores Adriana Bernardes, Marcio Cataia, Ricardo Castillo e Vicente Alves, do Laboratório de Investigações Geográficas e Planejamento Territorial (Geoplan), da Universidade Estadual de Campinas, com os quais aprendi muito em todos esses anos de convivência.

Agradeço fortemente a todos os amigos que estiveram presentes nesse período e com os quais pude partilhar de produtivas e divertidas discussões. Dos que conheci através da USP, em especial Aline Oliveira, Antonio Gomes, Bruno Cândido, Bruno Hidalgo, Caio Alves, Fernando Coscioni, Flavio Vendrusculo, Igor Venceslau, Maíra Azevedo, Mariana Dell'Avanzi e Victor Iamonti, mas também aos demais colegas do Laboplan e do Departamento de Geografia com quem tive o prazer de conviver, trocar ideias e experiências. Dos que conheci em Campinas, através da Unicamp, agradeço a André Pasti, Gustavo Teramatsu, Luciano Duarte, Diego Nascimento (Sapo), Everton Valezio, Fabrício Gallo, Isabela Fajardo, Maycon Fritzen, Rafael Rigamonte, Raphael Curioso, Valderison Salomão (Zinho), Beatriz Buch e Lucas Vasconcellos, assim como aos demais colegas com quem convivi e pude desfrutar da companhia durante minha graduação e meu mestrado. Agradeço também a meus pais, pelo apoio, pelas discussões e por tudo que me proporcionaram. Sobretudo, agradeço à Melissa por me acompanhar em todos os momentos.

Durante o período do mestrado, tive a oportunidade de realizar um estágio na Argentina, e agradeço, portanto, à professora María Laura Silveira, que me recebeu e acolheu, e também a todos os seus alunos, em especial Villy, Virna e Guillermo, com quem pude trocar experiências e boas conversas. Também a todos que me acolheram e me permitiram desfrutar da estadia no país, a qual me permitiu ampliar conhecimentos tanto pessoais quanto acadêmicos. Também cabe mencionar aqui a oportunidade de ir ao

Encontro de Geógrafos da América Latina de 2015, em Cuba, e agradecer a todos que me receberam nesse país e me ajudaram a compreendê-lo melhor.

Menciono também as diversas e frutíferas oportunidades que tive de participar de palestras e eventos científicos, que contribuíram em muito para o avanço de meus conhecimentos em termos de geografia, de ciências humanas e de política. Em tempos tão conturbados politicamente e de tão complexa interpretação, foi uma experiência bastante fortalecedora ter contato com pesquisadores e políticos de grande expressão nacional e internacional. Destaco em especial a oportunidade de assistir e dialogar com autores de grande relevância internacional para os assuntos discutidos nesta pesquisa, e que certamente inspiraram novas ideias.

Também agradeço aos que me receberam em minhas visitas nas instituições do mercado, que permitiram aprofundar minha visão das complicadas dinâmicas financeiras e entender melhor as temáticas das quais esse trabalho tratou. Sou grato a Rodolfo Buscarini e Ana Jacqueline Nunes, que me permitiram ampliar meu conhecimento sobre a BM&FBovespa, assim como aos demais funcionários das empresas e instituições financeiras que visitei. Também agradeço aos funcionários das bolsas da Argentina, do Uruguai e do Chile, que visitei durante meu estágio, pela disponibilidade em me receber, permitindo que eu conhecesse com maior amplitude os mercados de seus respectivos países.

Finalmente, agradeço o fundamental apoio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP) que, ao financiar a pesquisa que resultou nessa dissertação, permitiu tomar o tempo suficiente para elaborá-la, assim como para a presença dos diversos eventos em que pude participar.

O problema é que essa “abstração” não existe apenas na percepção distorcida da realidade social por parte de nossos especuladores financeiros, mas é “real” no sentido preciso em que determina a estrutura dos processos sociais materiais: os destinos de camadas inteiras da população e por vezes até mesmo de países podem ser decididos pela dança especulativa “solipsista” do capital, que persegue seu objetivo de rentabilidade numa beatífica indiferença ao modo como tais movimentos afetarão a realidade social.

Slavoj Žižek – Violência: seis reflexões laterais, 2013.

RESUMO

NABARRO, W. W. **O mercado de capitais no território brasileiro: ascensão da BM&FBovespa e centralidade financeira de São Paulo (SP)**. 2016. ____ f. Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

A metrópole de São Paulo posiciona-se como principal praça financeira do território brasileiro. Nela, situa-se a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), que é, atualmente, a única bolsa de valores em operação no país. Avaliando o processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, buscamos entender o surgimento e a transformação das bolsas de valores, discutindo a centralização e a concentração das instituições financeiras no território e suas implicações. Buscamos também entender como se dá o processo de expansão e de internacionalização da bolsa de valores brasileira, observando como São Paulo se insere como participante de peso no mercado financeiro internacional e questionando as consequências da concentração dessas atividades em poucos pontos do território brasileiro, assim como os efeitos da expansão das atividades financeiras no mundo contemporâneo.

Palavras-chave: Bolsa de valores. Território brasileiro. Mercado de capitais.

ABSTRACT

NABARRO, W. W. **The capital market in the Brazilian territory: the rise of BM&FBovespa and the financial centrality of São Paulo (SP)**. 2016. ____ f. Dissertação (Mestrado) — Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

The metropolis of São Paulo stands as the main financial center in the Brazilian territory. The São Paulo Stock, Commodities and Futures Exchange is currently the only stock exchange operating in the country. Evaluating the process of development of the Brazilian capital market, we seek to understand the emergence and expansion of the stock exchanges, discussing the centralization and concentration of financial institutions on the territory and its implications. We also intend to understand the process of Brazilian stock exchange's expansion and internationalization. For this, we observe how São Paulo inserts itself as a heavy participant of the international financial markets, questioning the consequences of the concentration of this activity in a few points of the Brazilian territory, and also the effects of the expansion of financial activities in the contemporary world.

Keywords: Stock exchange. Brazilian territory. Capital markets.

LISTA DE SIGLAS

AAI – Agente Autônomo de Investimento

ABEF – Associação Brasileira de Educação Financeira

ACSP – Associação Comercial de São Paulo

ADR – American Depositary Receipt

AMERCA – Alianza de Mercados de Centroamérica

ANBID – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANBIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto

ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Valores

ANNA – Association of National Numbering Agencies

APIMEC – Associação dos Analistas Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

ATG – America's Trading Group

ATS – America's Trading System

BC/BCB – Banco Central do Brasil

BELA – Bolsa Electrónica Latinoamericana

BDI – Boletim Diário de Informações

BDR – Brazilian Depositary Receipt

BEST – Brazil: Excellence in Securities Transactions

BID – Banco Interamericano de Desarrollo

BM&F – Bolsa Mercantil e de Futuros

BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

BMSP – Bolsa de Mercadorias de São Paulo

BNDE/BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento

BOLCEN – Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe

BOVMESB – Bolsa de Valores de Minas-Espírito Santo-Brasília

BRAiN – Brasil Investimentos & Negócios

BRICS – Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul

BSM – BM&FBovespa Supervisão de Mercados

BVBSA/BOVESBA – Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas

BVES – Bolsa de Valores do Extremo Sul

BVPP/BOVAPP – Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba

BVPR – Bolsa de Valores do Paraná

BVReg – Bolsa de Valores Regional

BVRJ/BOVERJ – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

BVS – Bolsa de Valores Sociais

BVSP/BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo BVSt – Bolsa de Valores de Santos

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CALISPA – Caixa de Liquidação de São Paulo

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CATS – Computer Assisted Trading System

CEDEAR – Certificados de Depósitos Argentinos

CEMLA – Centro de Estudios Monetários

CETIP – Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

CICYP – Consejo Interamericano de Comercio y Producción

CLBC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CME – Chicago Mercantile Exchange

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNBV – Comissão Nacional das Bolsas de Valores

CODIM – Comitê de Divulgação de Informações do Mercado de Capitais

CORE – Close-Out Risk Evaluation

CPD – Centro de Processamento de Dados

CPMF – Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira

CSN – Companhia Siderúrgia Nacional

CTVM – Corretora de Títulos de Valores Mobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DMA – Direct Market Access

DTVM – Distribuidora de Títulos de Valores Mobiliários

EAPP – Entidades Abertas de Previdência Privada

EFPP – Entidades Fechadas de Previdência Privada

ENEF – Estratégia Nacional de Educação Financeira

ETF – Exchange Trading Funds

EVA – Economic Value Added

Febraban – Federação Brasileira de Bancos

FIAB – Federación Iberoamericana de Bolsas

FIBV – Fédération Internationale des Bourses de Valeurs

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

FIP – Fundo de Investimento em Participações

FSB – Financial Stability Board

GAWC – Globalization and World Cities

GDR – Global Depositary Receipt

HFT – High Frequency Trading

IBCPF – Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros

IBF – international Banking Facility

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

ICE – Intercontinental Exchange

IFRS – International Finance Reporting Standards

IIMV – Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores

INI – Instituto Nacional do Investidor

ISIN – International Security Identification Number

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

LSE – London Stock Exchange

MBB – Mercado Brasileiro de Balcão

Mercosul – Mercado Comum do Sul

MILA – Mercado Integrado Latinoamericano

NYMEX – New York Mercantile Exchange

NYSE – New York Stock Exchange

OTC – Over the Counter

PIB – Produto Interno Bruto

PORTAL – Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages

PYMES – Pequeñas y Medianas Empresas

SE – Stock Exchange

SENN – Sistema Eletrônico de Negociação Nacional

SERPRO – Serviço Federal de Processamento de Dados

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SIC – Sistema Internacional de Cotizaciones

SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Acesso

SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro

SPOT – Sistema Privado de Operações por Telefone

SUMOC – Superintendência Monetária e do Crédito

TI – Tecnologias da Informação

TSE – Tokyo Stock Exchange

WFE – World Federation of Exchanges

ÍNDICE DE MAPAS, FIGURAS, TABELAS, QUADROS E GRÁFICOS

Mapa 1. Valores negociados em ações por país na bolsa de Nova York (2000)	69
Mapa 2. Brasil: Juntas de corretores em 1888	137
Mapa 3. Brasil: Bolsas de valores em 1968.....	137
Mapa 4. Brasil: Bolsas de valores em 1990.....	137
Mapa 5. Brasil: Bolsas de valores em 2016.....	137
Mapa 6. Brasil: Sedes de sociedades corretoras de valores mobiliários (2015).....	180
Mapa 7. Brasil: Sedes de Agentes Autônomos de Investimento — Pessoa Jurídica (2015).....	181
Mapa 8. Brasil: sedes de empresas listadas na BM&FBovespa por município (outubro de 2014).....	187
Mapa 9. São Paulo: localização da BM&FBovespa, das corretoras de valores e dos agentes de investimento institucionais (2015).....	197
Mapa 10. São Paulo: mudanças de sede da bolsa de valores dentro do centro da cidade (1890-2016)....	201
Mapa 11. América Latina: bolsas de valores em funcionamento (2015).....	215
Mapa 12. Procedência dos investidores estrangeiros registrados na Comissão de Valores Mobiliários (2016).	225
 Figura 1. Tipologia bursátil.....	25
Figura 2. Períodos de abertura do pregão nas principais bolsas de valores do mundo.	55
Figura 3. Circuito movimentado pela BM&FBovespa e seus círculos de cooperação.	166
Figura 4. Organização do Sistema Financeiro Nacional	167
Figura 5. Serviços oferecidos pela BM&FBovespa (2016).....	173
Figura 6. Sede da BM&FBovespa, no centro de São Paulo (2016).	200
Figura 7. Prédio da BM&F, atualmente pertencente à BM&FBovespa (2016).....	202
 Quadro 1. Tipologia das informações financeiras para o mercado de capitais.	59
Quadro 2. Juntas de corretores de fundos públicos criadas no século XIX.	85
Quadro 3. Bolsas criadas até 1939.	90
Quadro 4. Bolsas oficiais de valores existentes entre 1940 e 1963.	97

Quadro 5. Instituições de bolsa existentes entre 1965 e 1999	109
Quadro 6. Brasil: regulamentos relevantes ao mercado de títulos (1845-2016).....	132
Quadro 7. Brasil: Periodização da atividade das bolsas de valores (1851-2016)	135
Quadro 8. Etapas do processo de desmutualização.....	156
Quadro 9. Brasil: Associações representativas de agentes do mercado de capitais (1960-2014).....	160
Quadro 10. Instrumentos financeiros oferecidos pela BM&FBovespa (2016)	172
Quadro 11. América Latina: data de criação das primeiras bolsas por país	207
Gráfico 1. Percentual representado pelas negociações nas bolsas de valores no mercado de valores brasileiro (1970-2000)	113
Gráfico 2. BM&FBovespa: participação dos tipos de investidores no mercado acionário (1994-2016) ..	122
Gráfico 3. Concentração do volume negociado nas ações da BM&FBovespa (2002-2016).....	123
Gráfico 4. BM&FBovespa: ambientes de negócios realizados demonstrando a migração de liquidez para a bolsa de Nova York (1996-2016)	127
Gráfico 5. América Latina: capitalização de mercado bursátil doméstica e estrangeira dos países participantes da FIAB (2015 — em milhões de US\$)	212
Gráfico 6. América Latina: porcentagem do PIB representada pela capitalização bursátil total (2014) ..	214
Gráfico 7. América Latina: Negociação de <i>Depository Receipts</i> (DRs), por número de empresas, em bolsas exteriores ao país de origem dos títulos (2015).....	221

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	16
1. O TERRITÓRIO FRENTE AOS FLUXOS FINANCEIROS NO PERÍODO DA GLOBALIZAÇÃO	21
1.1. AS BOLSAS DE VALORES COMO INSTRUMENTO DE ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO TERRITÓRIO	21
1.1.1. Das reuniões de negociantes aos conglomerados financeiros.....	21
1.1.2. A imprescindível regulação do mercado financeiro.....	36
1.2. FINANÇAS, INFORMAÇÃO E O REFORÇO À METROPOLIZAÇÃO	45
1.2.1. A financeirização e a mundialização financeira.....	45
1.2.2. A indissociabilidade entre a finança e a informação	57
1.3. A CONSOLIDAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NOS CENTROS FINANCEIROS	65
1.3.1. A aglomeração nas grandes metrópoles	65
1.3.2. A drenagem de capitais por meio das bolsas de valores	73
2. DO SURGIMENTO DAS BOLSAS DE VALORES BRASILEIRAS À ASCENSÃO DA BM&FBOVESPA	82
2.1. OS FUNDAMENTOS DO MERCADO DE TÍTULOS BRASILEIRO.....	82
2.1.1. Formação territorial dos mercados de títulos no Brasil (1851-1933).....	82
2.1.2. A expansão das bolsas de valores no território (1934-1963)	92
2.2. A MODERNIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E A CENTRALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES BRASILEIRAS.....	102
2.2.1. O processo de institucionalização do mercado de capitais (1964-1999).....	102
2.2.2. A expansão e internacionalização bursátil (2000-2016).....	118
2.3. O MERCADO BURSÁTIL BRASILEIRO: UMA PERIODIZAÇÃO.....	131
3. SÃO PAULO, CENTRO FINANCEIRO INTERNACIONAL	141
3.1. O MONOPÓLIO BURSÁTIL DA BM&FBOVESPA: TÉCNICA, NORMA E COMPETITIVIDADE.....	141
3.1.1. A aceleração contemporânea: as técnicas e normas da bolsa de valores	142
3.1.2. A regulação híbrida da atividade bursátil	154
3.1.3. A consolidação e a manutenção do monopólio bursátil brasileiro	168
3.2. A CONSOLIDAÇÃO DE SÃO PAULO COMO CENTRO DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO	176
3.2.1. São Paulo como centro de negócios e serviços financeiros.....	176
3.2.2. Centro de comando do território brasileiro	192

3.3. A EXPANSÃO REGIONAL DO MERCADO DE TÍTULOS LATINO-AMERICANO E O PAPEL DE SÃO PAULO COMO CENTRO FINANCEIRO INTERNACIONAL.....	206
3.3.1. O desenvolvimento das bolsas de valores latino-americanas.....	206
3.3.2. A integração entre os mercados latino-americanos e o papel de São Paulo.....	214
CONSIDERAÇÕES FINAIS	229
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	235

Introdução

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é hoje uma alternativa de financiamento que permite a parte das empresas de grande porte angariar capital para seus empreendimentos. As bolsas de valores se tornaram, dentro dessa perspectiva, símbolo dessa modalidade de desenvolvimento capitalista que tem o mercado financeiro como centro de poder, guiando e cobrando o sucesso e o fracasso econômico não apenas de companhias, mas de economias nacionais e regionais. No Brasil, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa) desponta como única bolsa de valores em território nacional e grande ponto de conexão da economia com o mercado financeiro internacional. Sua inserção no núcleo da metrópole considerada o centro financeiro do país não é casual, e a consolidação desse mercado organizado decorreu de um processo geográfico no qual as instituições financeiras participaram da criação, em São Paulo, de um “espaço nacional da economia internacional”, ideia trabalhada por Santos ([1996] 2009c).

Fazemos referência, aqui, à crescente interligação das variáveis econômicas dos diversos países, componente essencial do período histórico atual, e que resulta em um grande peso por parte do chamado mercado financeiro internacional na vida econômica do país, influenciando inclusive o cotidiano de seus habitantes, por meio da presença midiática constante e da interligação do sistema financeiro com as mais diversas atividades econômicas.

Consideramos que a acumulação de capital, dando-se em nível global, visando sua intensificação por meio do mercado financeiro, passa a englobar os chamados “mercados emergentes” do mundo periférico, incorporando seus respectivos mercados de capitais em seu processo global, originando assim novas instituições financeiras que surgem em meio ao chamado processo de modernização da estrutura econômica de tais países — sendo essa uma adaptação a esse novo *modus operandi* financeiro global. Ao serem incorporadas a tais círculos financeiros ao redor do mundo, as economias de tais países se encontram em meio a diversas variáveis em relação às quais têm dificuldade de controle, ficando à mercê de dinâmicas econômicas fugidias.

A participação crescente dos países periféricos no mercado financeiro mundial envolve também uma difusão de ideologias em direção à necessidade de abertura de capital e libertação dos mercados com vista à garantia de eficiência do capital — e, por meio

disso, uma suposição de crescimento e/ou desenvolvimento econômico. Fruto disso é o surgimento de uma busca feroz, por parte dos países, da manutenção de uma estabilidade e confiabilidade econômica, de modo a atrair investidores que possam usufruir dos recursos disponíveis dando em troca retornos econômicos. Conforme mostrou o geógrafo Gottmann ([1975] 2012), diremos que, em vez de uma visão do território como abrigo, que possa fornecer a sua população os devidos direitos e a devida sobrevivência, passa a predominar uma visão do território como recurso, já que através de tal óptica a prioridade é a manutenção dos processos de acumulação de capital em ritmo compatível com os interesses de investimento internacionais, tornando-se esta a medida de sucesso de um país, acima mesmo de qualquer progresso social. Conforme mercados externos exigem uma maior liquidez de recursos — permitindo assim suprir necessidades da acumulação (HARVEY, [1975] 2005) — as exigências de *oportunidades* de investimento se sobrepõem aos anseios de *segurança* para agentes internos, no sentido mais amplo do termo, tomando assim outro binômio de Gottmann ([1975] 2012) para referir-se à função social de um território. Do Estado, é cobrado um posicionamento rígido, por um lado pelas lutas sociais que demandam direitos civis, por outro, por agentes econômicos que cobram atuação adequada à maximização dos investimentos.

A crise econômica do final da década de 2000, iniciada nos Estados Unidos e rapidamente propagada ao mundo, levantou diversos questionamentos acerca da atuação estatal frente aos fluxos financeiros. Seu estopim esteve ligado à negociação de ativos de securitização no âmago das instituições do capitalismo financeiro e, conforme revisa Harvey (2011), foram operações creditícias escusas e um “sistema de bancos às escuras” que colaboraram de forma definitiva para a eclosão dessa crise que, inicialmente centrada em instituições financeiras, logo chegou à dita economia real ou produtiva, nos dando a dimensão da interconexão entre tais estruturas econômicas. Para Harvey ([1975] 2005), essas crises são endêmicas ao processo de acumulação capitalista, uma vez que este tende a ativamente produzir barreiras ao seu próprio desenvolvimento, necessitando, pois, transpô-las. Nas crises que se seguem aos períodos de acumulação, impõe-se uma racionalização, com grande custo social, que expande a capacidade produtiva, renovando as condições da acumulação. É assim o capital um processo, que precisa constantemente mudar suas dimensões e formas de circulação. É um processo de circulação entre produção e realização que deve se expandir, acumular, reformar o processo de trabalho, o ambiente construído e os relacionamentos sociais da produção.

Embora as condições de compreensão dos círculos financeiros no território sejam dificultadas pela extrema complexidade que ganham os fluxos, assim como pela agilidade com que se dão, é preciso esquivar-se do erro de se desligar tal atividade do território. Desde Labasse (1955) — que buscou, através da análise dos equipamentos bancários, compreender a difusão do espaço financeiro na rede urbana francesa —, estudos geográficos tentam lançar vistas às dinâmicas espaciais decorrentes da atividade financeira. A formação dos centros financeiros, também estudada na geografia desde Kerr (1965) é, por si só, uma demonstração emblemática de como as finanças são espacialmente desiguais, concentrando-se em pontos do território que, conforme crescem e se desenvolvem, se tornam pontos-chave no controle das atividades econômicas nacionais e internacionais.

Observar as relações espaciais estabelecidas pelos fluxos financeiros movimentados pelas bolsas de valores deve ir além da mera espacialização do fenômeno financeiro do período atual. As bolsas de valores existem enquanto pontos de confluência de agentes de grande poder econômico de tal forma que seu papel para a reprodução do capital é fundamental. A configuração econômica atual, portanto, é tributária desse sistema que, distribuído pelo território, organiza os fluxos financeiros. Da mesma forma, a atuação desse sistema no espaço geográfico contribui para a desigualdade espacial da economia e, portanto, tem papel preponderante na organização da sociedade. Afinal, nos dizeres de Isnard (1982, p. 64), a sociedade utiliza o espaço geográfico para a realização do projeto por ela elegido e, nele, “acumula informação, aumenta o seu poder técnico e modifica, por consequência, o seu projeto”.

Ao estudar o papel de um mercado de títulos em um país periférico — explicitando, assim, o fenômeno da emergência de novas praças financeiras — buscamos entender seu papel na nova divisão territorial do trabalho, analisando os processos de concentração e centralização de capital que acompanham as atividades financeiras, avaliando suas consequências para o território brasileiro e para sua rede urbana. Ao analisar o desenvolvimento e a conformação das bolsas de valores no território brasileiro, culminando com a situação da BM&FBovespa como bolsa de relevante participação internacional, estudaremos o processo histórico e geográfico da economia brasileira, assim como a relação estabelecida entre o Estado e o mercado para a transformação e abertura dessa economia.

Finalmente, como resultado das transformações ocorridas nas bolsas de valores no país, a única bolsa brasileira da atualidade está localizada em São Paulo, centro financeiro de grande potência e participação internacional. É imprescindível, portanto, tratar da formação de São Paulo como um centro econômico e — como a chama Santos ([1978] 2009a) — uma metrópole corporativa e fragmentada, que projeta não só no Brasil, como também na América Latina, seu peso econômico e financeiro, bem como seus planos, corporativos e governamentais, de se tornar uma metrópole global.

I

**O território frente aos
fluxos financeiros no
período da globalização**

I. O TERRITÓRIO FRENTE AOS FLUXOS FINANCEIROS NO PERÍODO DA GLOBALIZAÇÃO

I.1. As bolsas de valores como instrumento de acumulação financeira no território

I.1.1. Das reuniões de negociantes aos conglomerados financeiros

De amplo uso no vocabulário econômico atual, o termo “bolsa” é utilizado frequentemente de maneira indistinta para denotar mercados que reúnem negociações entre diversas partes de maneira contínua. Se sua origem está relacionada ao local físico da ocorrência de negociações — ou seja, o lugar no qual permanecem intermediários que tratavam de fazer a ligação entre aqueles que vendem determinado recurso e aqueles que pretendem comprá-lo —, o significado, e mesmo o papel das bolsas, variou bastante no decorrer dos últimos anos, especialmente a partir da virtualização do comércio de títulos.

Paul Claval (1962, p. 41) considera que a existência de um mercado se dá por uma confluência entre três fatores: a unidade de tempos (de oferta e recebimento), a unidade da conexão (produtores e consumidores devem estar no mesmo lugar do espaço econômico) e a unidade da mercadoria. Os mercados então se dividiriam entre os mercados concretos (que envolvem a mercadoria física no próprio local da realização dos negócios) e os abstratos (que envolvem apenas o registro da negociação para posterior entrega dos produtos). Já Gottmann (1957) distingue esses mercados pela forma de se comprar: enquanto em alguns dos mercados de matérias primas a compra se dá no mesmo instante, em outros a compra se dá por transações futuras. Dessa maneira, adquire-se certa quantidade de uma mercadoria cuja qualidade se saiba que é estável, especulando-se não mais sobre a oferta e demanda do momento, mas também sobre um futuro que é mais ou menos distante, pois torna-se possível, a partir dessa troca abstrata, revender os produtos — ou títulos — comprados antes mesmo de recebê-los fisicamente. Seria essa a ideia principal que fundamenta um conceito tão amplo quanto a “bolsa”.

O historiador Fernand Braudel ([1979] 2005) posiciona a origem das bolsas nas organizações mercantis de trocas comerciais do século XIV, que iniciaram primitivos

centros bursáteis. Tais centros se ligavam sobretudo ao entrecruzamento de rotas comerciais nos quais comerciantes se encontravam para fechar acordos de compra e venda. Não é a toa que um dos primeiros registros do termo “bolsa” trazidos pelo autor tem lugar em Bruges, na atual Bélgica (na região de Flandres), cidade que se destacava à época pela riqueza em transações comerciais, e cujo porto é um entreposto comercial bastante relevante.

Wójcik (2009b) considera que foi a concentração dos negócios no espaço e no tempo que levou à criação das bolsas de valores. O geógrafo aponta que a primeira grande instituição desse tipo surgiu em Amsterdam (1602), que negociava ações da *Dutch East India Company* — na mesma região onde as primitivas bolsas teriam surgido no século XIV. Seu surgimento é permeado por um processo de expansão financeira, resultado de intensos fluxos de excedentes monetários, que inspirou Arrighi ([1994] 2006) a apontar o ciclo holandês como um “segundo ciclo sistêmico” de acumulação capitalista. Wójcik (2009b) analisa ainda que, após um período de consolidação das bolsas, passou a haver predomínio da *London Stock Exchange* entre 1795 (quando da invasão francesa em Amsterdam) e 1914 (quando passa a ter primazia a *New York Stock Exchange*).

Os registros, conforme Braudel ([1979] 2005), dão conta de que o termo “bolsa” teria advindo do local onde se reuniam os comerciantes em Bruges, um casario de propriedade da família Van der Bourse, cujo emblema, posicionado acima da porta, trazia o desenho de três bolsas. Por coincidência ou não, o termo “bolsa” se mostrou extremamente adequado, na medida em que esse tipo de instituição reflete uma reunião, agregado ou “empacotamento” de negociações, e o termo permite transcender as diversas definições possíveis. Afinal, para Vergueiro (2003, p. 211-213) sempre existiram 4 significados diferentes para o termo, que representam hábitos do comércio e que permanecem complementares com o passar do tempo: (i) a *reunião* de interessados em fazer negociações; (ii) o *local* de reuniões dessa natureza; (iii) o *conjunto dos negócios* realizados; (iv) a própria *instituição* Bolsa de Valores¹.

¹ Carvalho de Mendonça (*apud* DUTRA, 2008, p. 23), importante jurista brasileiro, também ressalta essa pluralidade de significados: (i) a reunião em intervalos periódicos de pessoas interessadas em realizar operações financeiras; (ii) o local de realizações dessa reunião; (iii) o complexo de operações realizadas durante uma das suas sessões.

Enquanto “bolsa” aparece como um termo genérico que se aplica a essas quatro interpretações (mas, sobretudo, busca referir-se a uma reunião de negócios indistintos), é essencial a definição de seus dois principais tipos²: a *bolsa de mercadorias* e a *bolsa de valores*. Enquanto a primeira refere-se à negociação de mercadorias físicas, a segunda trata de ativos financeiros, sejam eles propriedades de companhias, obrigações ou títulos de dívida — empacotados e vendidos a preços padronizados — consistindo em verdadeiras mercadorias financeiras. Trataremos, em nossa investigação, sobretudo da *bolsa de valores*, tendo em vista que as dinâmicas implícitas na bolsa que negocia unicamente mercadorias diferem-se grandemente daquelas da bolsa de valores, muito mais relacionada ao processo de crescente financeirização observado no capitalismo. Apesar disso, a discussão sobre a bolsa de mercadorias tangencia nosso trabalho, na medida em que, em alguns casos, ambos os tipos de instituições bursáteis acabam se assemelhando, seja pela regulação, seja pelo fato de que, sobre as mercadorias, incidem também instrumentos financeiros — sobretudo com o surgimento do mercado de futuros — que, portanto, as tornam parte integrante da vida financeira de um país.

O exemplo do Brasil é categórico, no qual a Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo encontra-se, atualmente, incorporada à Bolsa de Valores de São Paulo, conformando a BM&FBovespa, em um mercado indistinto, embora tal instituição mantenha muito mais o formato de uma bolsa de valores, compondo parte fundamental do mercado de capitais do país ao qual pertence. As relações estabelecidas pelas bolsas apenas de mercadorias são muito mais próximas dos produtores rurais, encaixando-se como intermediárias da negociação de *commodities* e participando, por exemplo, na realização de leilões e na distribuição física das mercadorias³. A observação dessa distinção é relevante na medida em que, ao passo que a única bolsa de valores em operação no Brasil é a BM&FBovespa — que também negocia mercadorias e futuros —, permanecem algumas dezenas de pequenas bolsas de mercadorias em atuação, abrigando leilões e participando da negociação de *commodities* complementarmente à bolsa de São Paulo.

² Outras instituições frequentemente se utilizam da nomenclatura *bolsa*, tais como “bolsas de energia”, por vezes referindo-se à mera reunião de negociações de determinado tipo padronizado de mercadoria ou ativo.

³ As bolsas de mercadorias se diferenciam das feiras e mercados tradicionais porque, em contraposição às últimas, na qual produtos são entregues de imediato ao comprador, nas bolsas as mercadorias não se encontram à vista, e a compra se dá de acordo com títulos de compra e venda das mercadorias.

De maneira geral, podemos dizer que, na atualidade, considera-se que uma bolsa de valores se atém ao comércio de títulos de valores, sejam eles privados (relativos a empresas e corporações de natureza privada), como as ações corporativas, opções de compra ou venda de ações e as debêntures; ou públicos, tais como títulos da dívida pública e bônus governamentais. Já as bolsas de mercadorias, como já dissemos, se atém à negociação de *commodities*.

A negociação dos chamados derivativos, no entanto, traz um complicador à divisão da atividade bursátil, uma vez que são títulos financeiros baseados na variação de valor de outros títulos, mercadorias, moedas ou mesmo índices financeiros. A criação dos instrumentos derivativos amplia em muito o leque de possibilidades de arranjos de títulos e informações em diferentes instrumentos financeiros. Swyngedouw (1997, p. 76) explica que “derivativo” é um termo genérico para uma série de bens financeiros subjacentes, e toma a forma de contratos que dão a uma das partes o direito sobre o bem subjacente em um momento futuro e compromete a outra parte a respeitar essa transferência de direito — direito este que o comprador pode optar ou não por realizar, podendo revendê-lo ou, no caso das opções de compra e venda de outros títulos, simplesmente não realizar o negócio ao fim do prazo válido no contrato.

A bolsa de futuros, sendo o futuro um título que remete ao valor futuro de outro título, mercadoria ou moeda qualquer, é portanto um mercado de derivativos, e permeia os vários tipos de produtos.

Figura 1. Tipologia bursátil

Elaboração própria.

O esquema da figura 1 busca esclarecer essa divisão do trabalho estabelecida pelas bolsas, com a ressalva de que essas funções podem trazer variações no tempo e no espaço. Algumas das instituições de bolsa de valores podem também dedicar-se paralelamente a outras atividades e, frequentemente, incluem também o comércio de moedas estrangeiras. Soma-se a isso a questão de que o conceito de bolsa muda conforme o modo como os diferentes sistemas financeiros se desenvolveram. Enquanto no mundo anglófono difundiu-se a expressão *stock exchange* para definir essa instituição, no mundo hispânico se tornou comum utilizar-se o termo *bolsa de comercio*, com funções que mudaram conforme o tempo e tiveram diferentes interpretações.

Assim, a despeito de haver bolsas como a de *Bolsa de Comercio de Buenos Aires*, tradicionalmente aglomerando o comércio tanto de mercadorias como de títulos de valores, Lollett (1964, p. 225) aponta que, embora a expressão “bolsa de comércio” tenha adquirido significado genérico, na prática se deveria reservar o nome para as bolsas de mercadorias, enquanto bolsas nas quais ocorre o comércio de título seriam as bolsas de valores. Como muitas das instituições de bolsa foram criadas em contextos históricos em

que a regulação ainda era bastante precária, a adoção dos nomes muitas vezes não era criteriosa e, além disso, as bolsas, ainda que mantivessem seus nomes, modificavam funções e incluíam produtos ao longo do tempo. O autor exemplifica isso citando que nas bolsas de valores sempre se deixa aberta a possibilidade de admitir a cotação de algumas mercadorias, enquanto bolsas de mercadorias geralmente se fecham exclusivamente em seu objeto tradicional de comércio. A dificuldade da definição prática da divisão de funções entre os tipos de bolsa não nos impede, no entanto, de buscarmos um embasamento teórico para delimitarmos o mercado movimentado pelas bolsas de valores, que aqui consideramos aquelas instituições nas quais se transacionam títulos de valores mobiliários.

O economista Rudolf Hilferding ([1910] 1985) definiu a bolsa como um mercado para títulos de rendimento. Tais títulos podem representar juro fixo (títulos da dívida pública, obrigações) ou fornecer dividendos (ações), sendo este último o foco das bolsas, visto que criam um forte meio especulativo. Os títulos representam fonte de financiamento para as empresas quando da sua emissão (mercado primário) e, após isso, podem circular entre os investidores na bolsa (mercado secundário)⁴, não mais se tratando de negociações diretas com as empresas, mas sempre tendo influência nas possibilidades de capitalização e expansão delas, na medida em que afetam o preço das futuras vendas de títulos de propriedade ou de dívida⁵.

Com isso em mente, devemos, antes de seguir analisando a evolução das bolsas de valores, avaliar sua configuração no mercado, bem como a definição de *mercado de capitais*. Cabe fazer aqui, portanto, distinção entre o mercado de capitais e a bolsa de valores, uma vez que, embora na maioria das vezes utilizados como termos intercambiáveis, apresentam

⁴ Lopes e Rossetti (1983, p. 266) também distinguem os conceitos de mercado primário e secundário, que decorrem das transações efetuadas com os ativos financeiros, subsequentemente à aquisição dos ativos quando são emitidos. O mercado primário é aquele no qual se realiza a primeira aquisição de um ativo quando é emitido. Nele, “efetivamente se transferem fundos de agentes superavitários para agentes deficitários, no financiamento das atividades produtivas e do consumo”. Já o mercado secundário é aquele no qual são renegociados ativos já existentes, transferindo-se de um proprietário para outro, não exercendo função de aumentar o estoque de ativos financeiros, mas apenas de aumentar a liquidez do estoque de ativos da economia, permitindo que a emissão primária se torne mais atrativa.

⁵ Noda (2010, p. 21) ressalta que no mercado secundário “não há ingresso de recursos para o emissor, já que não há emissão de valores mobiliários”. O que se dá, portanto, é mera negociação dos valores entre investidores. É um mercado que confere liquidez aos valores adquiridos por subscrição.

diferenças fundamentais. Enquanto o primeiro denota o mercado — como um todo — no qual se transacionam capitais entre companhias, instituições e indivíduos, através de diversos instrumentos e formas de investimento, o segundo é uma forma específica de instituição, a qual reúne títulos e os coloca à disposição para compradores⁶. Hilferding ([1910] 1985, p. 131) auxilia nessa compreensão ao apontar que a costumeira descrição do mercado de bolsa como “mercado de capitais” perde a essência dessa instituição. Uma bolsa de valores originalmente constituiria um mercado para o tráfego de dinheiro entre bancos e grandes capitalistas. A verdadeira esfera da atividade bursátil seria, para Hilferding (*op. cit.*), o mercado para títulos portadores de juros, o capital fictício ou capital portador de juros de que fala Marx ([1894] 1985b). Nessa atividade, o investimento de capital como capital monetário, a ser convertido em capital produtivo, tem lugar. Os bancos tornaram-se, ao longo dos séculos, “competidores” nesse mercado de títulos, na medida em que passaram crescentemente a adquirir títulos, fornecer empréstimos e emitir letras de câmbio. Assim, tomaram conta de grande parte desse fornecimento de capitais ao fornecer créditos aos capitalistas industriais.

Tendo isso em conta, Hilferding ([1910] 1985, p. 134) cita como diferencial das funções das bolsas de valores — em relação àquelas que podem ser desempenhadas por um banco — a atividade específica de *especulação*. A especulação consiste em tirar vantagem das variações de preços, apesar de não serem mudanças no preço das mercadorias. Diferentemente do capitalista, o especulador não se importa com a queda dos preços da mercadoria, apenas se preocupa com o preço de seus títulos portadores de juros. Assim, se a bolsa de valores originalmente existia para prover circulação de câmbios e títulos, vai se tornando cada vez mais um mercado para o capital fictício. Emergindo inicialmente como desenvolvimento de crédito estatal (possibilitando a negociação da dívida pública), transforma-se radicalmente quando o capital industrial começa a assumir

⁶ Ressaltamos que definições contemporâneas do mercado de capitais são apresentadas com maior especialização. Assim, Lopes e Rossetti (1983, p. 265), estudando os principais segmentos do mercado financeiro atual no território brasileiro, definem quatro grandes grupos de mercado: o mercado monetário, o mercado de crédito, o mercado cambial e o mercado de capitais, definindo o último como o “segmento que atende aos agentes econômicos produtivos (tanto da área pública quanto da privada) quanto às suas necessidades de financiamento de médio e, sobretudo, de longo prazo, essencialmente relacionados com investimentos em capital fixo. A maior parte dos recursos financeiros de longo prazo é suprida por intermediários financeiros não bancários. As operações que se realizam nas bolsas de valores (particularmente com ações) são parte integrante desse mercado”.

a forma de capital fictício, e a forma corporativa de empresa começa a se difundir na indústria. O desenvolvimento de um mercado para o capital fictício torna a especulação possível; e essa especulação é necessária para manter o mercado aberto para negócios em todos os tempos, fornecendo capital monetário, assim como a possibilidade de transformá-lo em fictício, e novamente em monetário, a qualquer momento⁷.

Com isso em vista, observamos com Wójcik (2009b, p. 1502) que “a principal função de um mercado de ações é estabelecer o valor das ações corporativas”. Um número grande de transações contribui para o processo de descoberta de preços⁸. O retorno financeiro de ter ações consiste em dividendos e na apreciação do preço das ações. Assim, a estimativa de um preço de ação requer pelo menos uma predição sobre a lucratividade futura da empresa. O autor, discutindo o papel das bolsas de valores na economia e na sociedade, aponta que elas são uma alternativa aos bancos para canalizar capital para as empresas, melhorando a *alocação de capital*: evita intermediários bancários e melhora a competição entre companhias; facilita aquisição por competidores no caso de maus resultados; provê um fórum para encontro de múltiplas opiniões (fugindo dos vícios bancários); e permite a inovação (já que bancos fogem do risco). Como problemas insurgentes, no entanto, estão as consequências da especulação, como o comportamento irracional, as bolhas, os *crashes* e a manipulação do mercado. Além disso, destacamos que

⁷ Conforme Hilferding (1985 [1910], p. 143), de acordo com a teoria pequeno-burguesa, o desenvolvimento do *shareholding*, ou seja, a possibilidade de transformar a propriedade das empresas em pequenas parcelas e distribuí-la a acionários diversos, traria a “democratização do capital”; mas, para ele, a prática pequeno-burguesa, muito mais frágil, tenta limitar a propriedade acionária apenas aos capitalistas. Ou seja, diferente de democratizar o capital das empresas, pode até colaborar para sua concentração, na medida em que questões como a especulação e o volume de investimentos necessário tornam o mercado acionário mais atrativo de fato para grandes capitalistas do que para pequenos investidores. Rudolf Hilferding (*op. cit.*, p. 142) observa assim que na bolsa de valores ocorre um processo de concentração da propriedade de maneira relativamente independente da concentração na indústria. Os grandes capitalistas, familiarizados com as atividades das corporações e com uma visão abrangente das condições dos negócios, podem prever as tendências futuras dos preços de ações. A força de seu capital permite que comprem e vendam da forma apropriada e coletem o lucro, permitindo inclusive intervir no mercado, comprando títulos em meio a crises e vendendo quando as condições se normalizam.

⁸ Conforme Sandroni (1999, p. 487), a precificação ou descoberta de preços é o “ato de estabelecer, mediante critérios variados, o preço (valor) pelo qual um título, ação, etc. poderão ser comprados ou vendidos de tal forma a corresponder tão próximo quanto possível ao valor que representam”. Assim, pelo entrecruzamento de uma grande quantidade de transações, é permitida a estabilização de um preço para determinado ativo.

a ascensão do chamado *shareholder value orientation*, no entanto, é um grande problema, como aponta Wójcik (*op. cit.*, p. 1509): como os interesses corporativos passam a ser pautados por uma necessidade de lucro imediato pela valorização dos ativos, gera-se um interesse dos gerentes pela performance em curto prazo, incentivando práticas como a manipulação contábil.

Finalmente, partimos da ideia de que as bolsas de valores da atualidade pouco se assemelham com as bolsas pretéritas, embora possamos falar das funções e definições gerais de uma bolsa. O desenvolvimento técnico e normativo dos mercados levou a transformações profundas nessas instituições que, de aglomerados isolados de negociantes, tornaram-se componentes-chave de um mercado financeiro globalizado. O geógrafo francês Roger Beteille (1991) analisa o movimento de transformação pelo qual passaram as bolsas de valores, processo denominado por ele de “revolução bursátil”, nomenclatura que sugere um caráter radical para essas mudanças, que seriam não apenas um incremento quantitativo de operações e volumes negociados, porém uma requalificação do funcionamento das instituições do mercado acionário. Segundo o autor, é após os anos 1960 que começam a ficar claras as funções da bolsa numa economia que considera pós-industrial, quais sejam: (i) drenar poupanças; (ii) abrir o capital das sociedades aumentando seu potencial e mudando suas estruturas; (iii) assegurar a notoriedade das empresas no mundo dos negócios; (iv) aumentar a liquidez dos capitais investidos. Atribui tais mudanças a três motivos principais: uma desregulamentação (através da liberalização das trocas, das taxas e da intervenção nos mercados), novas técnicas bursáteis (eletrônica financeira, operações 24 horas) e a diversificação de “produtos financeiros” (incluindo *warrants*, futuros e opções). Assim, especialmente após os anos 1980, ocorre uma aceleração excepcional da atividade e do peso econômico das bolsas de valores.

Conforme observa Wójcik (2009b, p. 1505), de acordo com a Teoria Moderna dos Portfólios⁹, o investidor deve diversificar o máximo possível suas aplicações,

⁹ A teoria moderna dos portfólios busca maximizar o lucro para um dado risco ou minimizar o risco para um retorno esperado. É expressa pelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que é um “modelo desenvolvido durante os anos 60, cujo objetivo era dar uma forma específica à existência de um *trade-off* (troca conflituosa) entre ganhos e riscos. O modelo estabelece uma relação linear positiva entre o ganho esperado de um portfólio diversificado de ativos e o risco sistêmico desse porta-fólio (...)” (SANDRONI, 1999, p. 401). Em

ajustando-as conforme as proporções do mercado. A partir daí surge uma necessidade de internacionalização cada vez maior dos investimentos¹⁰. Com as novas possibilidades técnicas, surgem mercados geograficamente extensos no sentido de alcançar investidores em diversas partes e reuni-los, movimentando seus capitais por meio de fluxos frequentemente “invisíveis”. Daí a noção errônea de que a importância da geografia estaria fadada a desaparecer, surgindo o que Haesbaert (2004) chama de “mito da desterritorialização econômica”.

Cetina e Bruegger (2002) exploram a formação dos mercados virtuais, fundamentais nesse processo de internacionalização dos investimentos. Para os autores, a tela de computador é um componente crucial na medida em que corporifica sistemas de informação e troca¹¹. Antes da introdução da tela, os mercados interbancários ocorriam na forma de mercados-rede, onde *traders* negociavam via telefone procurando “onde o mercado estava”, ou seja, o mercado se aninhava em um espaço territorial, em uma rede onde instituições não tinham a mesma informação. A tela exteriorizou e agregou as relações dispersas. O mercado tornou-se, a partir daí, disponível e identificável como entidade separada pela primeira vez. Desse modo, “a tela é um terreno em construção no qual todo um mundo econômico e epistemológico é erigido” (CETINA; BRUEGER, *op. cit.*, p. 167). Notamos, assim, a relevância fundamental da presença física das redes telemáticas que embasam esse mercado supostamente virtual, mas que funciona através de circuitos de computador, os quais se encontram cristalizados nos escritórios de grandes

outras palavras, estabelece-se um modelo para a rentabilidade de carteiras segundo o qual quanto maior a diversificação, menor o risco das aplicações, e por meio disso busca-se maximizar os resultados.

¹⁰ Apesar disso, Wójcik (2009b) nota que se mantêm diversas tendências: investidores tendem a preferir ativos de companhias domésticas (*home bias*), tendem a negociar com países com laços culturais e econômicos e, dentro do país, tendem a negociar companhias com sede no local onde estão (*local bias*), cuja explicação o autor atribui ao contato com funcionários da empresa, informações na mídia local, etc. Grinblatt e Keloharju (2001) também colaboram para esse entendimento, analisando a sugestão de que a familiaridade com a companhia é um fator de preferência pelos investidores, pelos fatores distância, linguagem e cultura.

¹¹ Cetina e Bruegger (2002) chamam atenção para o lançamento do sistema *Monitor*, da *Reuters*, em 1973, como ponto chave, no qual as telas passaram a “apresentar” o mercado; e, no entanto, só em 1981 os serviços começaram a se desenvolver no próprio sistema, prescindindo então das ligações telefônicas.

corporações, de empresas de intermediação financeira, de organizações estatais, entre outros agentes que do mercado participam.

Santos ([1996] 2009c, p. 238) nos diz que no período atual “os objetos técnicos tendem a ser ao mesmo tempo técnicos e informacionais, carregando intencionalidade em sua produção e localização, já surgindo como informação, que é a principal energia de seu funcionamento”. As manifestações geográficas dos novos progressos não se baseiam mais apenas em um meio técnico, mas em um meio técnico-científico-informacional, e por isso vemos na virtualização dos mercados financeiros não o surgimento de fluxos descolados do território, mas um sistema de objetos no qual os nexos informacionais são inevitáveis e modelam as dinâmicas territoriais. Afinal, a informação é agora, para Santos (*op. cit.*, p. 239), “o vetor fundamental do processo social e os territórios são equipados para facilitar sua circulação”. Além disso, Santos ([2000] 2009d, p. 100) diz que, com a globalização, “o uso das técnicas disponíveis permite a instalação de um dinheiro fluido, relativamente invisível, praticamente abstrato”. O dinheiro, que conforme o entendimento marxista torna-se um equivalente geral, se torna também um equivalente realmente universal. Ganha uma existência praticamente autônoma em relação ao resto da economia. Pelo caráter ideológico do dinheiro global — pois sua eficácia e existência concreta resultam das normas com as quais se impõe aos outros dinheiros em todos os países — é que o autor considera que ele “é também despótico”.

A realização dessa finança mundializada e, dessa forma, do mercado de ações no seio das bolsas de valores, conta com uma plêiade de serviços financeiros para seu funcionamento diário. Imbuídos de informação, tais serviços garantem o funcionamento do mercado principalmente ao desempenhar duas funções: incumbir-se dos procedimentos técnicos necessários às negociações de ativos; e fomentar a circulação de informações estratégicas necessárias aos negócios. Fornecem as mais diversas técnicas para empresas e indivíduos que negociam nos mercados de ações, bem como os mantém informados dos movimentos da economia e das finanças.

Os serviços financeiros apresentaram grande crescimento a partir dos anos 1970, com a mundialização financeira. Para Dicken (2010, p. 410), “de simples e previsíveis, os mercados de serviços financeiros se tornaram cada vez mais diversificados e bem menos previsíveis”. Atenta para quatro processos nessa ampliação do mercado de serviços financeiros: (i) saturação do mercado, na década de 1970; (ii) desintermediação, processo dinâmico no qual pode ocorrer reintermediação com reforma no relacionamento entre

fornecedor e cliente; (iii) desregulamentação de mercados financeiros, com liberalização crescente, especialmente com abertura de novos mercados geográficos, provisão de novos produtos financeiros e mudanças no modo de definição do preço dos serviços financeiros; (iv) internacionalização dos mercados financeiros, com mercados se tornando crescentemente globais. Trata-se do que o autor chama de um novo ambiente competitivo.

Dicken (*op. cit.*, p. 419) pontua ainda que as empresas do setor de atividades financeiras devem atuar segundo os seguintes elementos: (i) padrões variáveis na demanda por serviços financeiros; (ii) inovações tecnológicas que afetam o modo como esses serviços podem ser fornecidos; (iii) uma estrutura regulatória variável, mas geograficamente diversificada. São, assim, quatro grandes tendências estratégicas dessas empresas: concentração e consolidação através de fusões e aquisições; transnacionalização das operações; diversificação para novos mercados de produtos; e terceirização das funções empresariais. Isso leva à contemporaneidade grandes empresas de serviços financeiros que operam com grande diversidade de instrumentos, se apoiando em uma rede de outros serviços. Tais atividades de serviços financeiros continuam fortemente concentradas em termos geográficos, como demonstram Dicken (*op. cit.*, p. 427), Sassen (1991) e Warf (1989), contrariando as teses que apregoavam o “fim da geografia”, ou seja, a diminuição da importância da localização geográfica frente aos fluxos de informação e finanças.

Essa nova realidade material e normativa implementada pela mundialização das finanças traz, portanto, novas possibilidades de acumulação de capital que se manifestam, sobretudo, nas grandes metrópoles, uma vez que estas concentram as principais infraestruturas necessárias para o estabelecimento das redes técnicas que embasam os fluxos de informação e finanças que fazem funcionar esse mercado. Ainda que o mercado de capitais diga-se virtual, embasa-se nessa rede de grandes metrópoles que retransmitem serviços e informações, conforme observaremos adiante.

Frente aos múltiplos fluxos financeiros que atravessam os territórios e se inserem em uma nova divisão do trabalho, faz-se necessário compreender as novas dinâmicas espaciais promovidas. O geógrafo Pierre Monbeig (1957, p. 225) atentava para a necessidade de estudar a “ação geográfica do capital”, chamando atenção para o interesse geográfico apresentado pelos “fenômenos de concentração econômica e financeira”. Para ele, são temas de pesquisa e reflexão para os geógrafos as influências geográficas dos preços

e das situações econômicas; também indagar o que preços e trustes devem às influências geográficas.

Conforme Monbeig (*op. cit.*, p. 231), “a ação geográfica dos grandes grupos torna-se possível porque eles dispõem de capitais e possuem a indispensável capacidade de investir”. Inclusive ressalta que “a uma geografia dos bancos se une, completando-a, sem jamais dissociar-se dela, uma geografia dos investimentos”. O autor propõe estudar inicialmente a localização das reservas de capital disponíveis e, em seguida, a circulação, os caminhos tomados pelo capital. Sublinhamos aqui também a necessidade de se compreender a dinâmica dos fluxos de capital que, hoje em dia, desenham-se por redes complexas e permitem a realocização de investimentos, mobilizando recursos no território ao prazer de controles frequentemente exógenos.

Para Ron Martin (1999), as “geografias do dinheiro” são também geografias sociais e culturais. O dinheiro, assim, é também relação social e, desta forma, mercados financeiros seriam redes de relações sociais. É isso que levaria, por exemplo, à importância para as finanças dos chamados *contatos face a face*, com suas relações específicas de poder — e cujas características servem como fator de atração nas metrópoles.

Conforme já ressaltado, o espaço financeiro vem há algum tempo sendo abordado em pesquisas geográficas, considerando a importância de se constatar a distribuição geográfica dessa atividade econômica. Atentamos, porém, com Santos (1994, p. 16), para a necessidade de que se considere a existência não apenas de um espaço econômico, aquele onde se dão as relações econômicas, mas também de um espaço banal, este sim correspondendo ao espaço geográfico, pleno de relações sociais, não meramente econômicas. Afinal, “além das redes, antes das redes, apesar das redes, depois das redes, com as redes, há o espaço banal, o espaço de todos, todo o espaço, porque as redes constituem apenas uma parte do espaço e o espaço de alguns” (SANTOS, *op. cit.*, p. 16). Assim, temos em mente que, ainda que tenhamos em pauta uma temática incutida no seio do capitalismo e de suas relações econômicas estabelecidas, o espaço geográfico que observamos é repleto de agentes das mais variáveis classes sociais, dos mais variados níveis de renda, que se utilizam do território para suas relações — econômicas ou não — e que dele dependem para sua própria subsistência. Estão mais ou menos vulneráveis dentro desse sistema econômico, e suas escolhas têm maior ou menor influência nos fluxos financeiros. No entanto, todos compõem tal espaço a ser considerado.

Para além de uma descrição da localização de empreendimentos do mercado de capitais, buscamos uma análise crítica de sua localização, da topologia e de suas dinâmicas estabelecidas, de seu papel na acumulação capitalista e nas relações entre países centrais e periféricos, em busca da compreensão do uso do território brasileiro pelas grandes corporações (e suas consequências para a sociedade e para o espaço). A compreensão dos processos que levam à centralização de instituições financeiras no espaço permite compreender melhor a concentração de capital em determinadas porções do território, valorizando-as sob o regime capitalista, no sentido de atrair fluxos e permitir a instalação de materialidades, colaborando para elevar nestas parcelas do espaço aquilo que Santos ([1996] 2009c, p. 247) chama de “produtividade espacial”.

Defendemos aqui, baseados em Santos ([1996] 2009c), que as variáveis *informação* e *finanças* são parte essencial de uma nova divisão territorial do trabalho, aglomerando serviços que se distribuem para servir essa rede mundial de fluxos informacionais que é chamada, de maneira frequentemente descuidada, de “mercado financeiro internacional”. Afinal, “a informação, sobretudo ao serviço das forças econômicas hegemônicas e ao serviço do Estado, é o grande regedor das ações que redefinem as novas realidades espaciais” (SANTOS, [1996] 2009c, p. 285). Essa rede baseia-se nas demandas estabelecidas no âmago das praças financeiras de países centrais, e responde a seus anseios. E delas partem as normas que regem grande parte das negociações financeiras, a serem replicadas nos países periféricos, geralmente incorporadas nas modernizações da estrutura financeira das quais se encarregam as políticas econômicas em tais países.

Decorre daí uma renovação da divisão territorial do trabalho a partir das atividades financeiras e informacionais. Desde os escritos de Karl Marx ([1867] 1985a) ficou patente que de todo novo estado da divisão do trabalho dependem as relações dos indivíduos entre si com referência a material, instrumento e produto do trabalho. Também Gorz ([1997] 2004) contribui para esclarecer essa relação, quando trata do trabalho imaterial. Mais recentemente, com Lojkine (1970), que propõe trabalhar a noção de “revolução informacional”, vemos a relevância dos fluxos de informação para as relações econômicas estabelecidas no período atual. O autor acredita que atualmente observamos transformações, a partir da informação, nas relações econômicas, nas relações de trabalho e na organização das empresas, caracterizadas sobretudo pela polifuncionalidade, pela flexibilidade e pelas redes descentralizadas. Assim, “ao encadeamento rígido e contínuo das engrenagens e das máquinas da revolução industrial se opõe a autorregulação dos

sistemas flexíveis na automação” (LOJKINE, *op. cit.*, p. 73). Novas dinâmicas locais a partir dos novos fluxos que incidem sobre o território passarão a definir novos padrões de funcionamento da produção e de seu controle, definidos sobretudo a partir de emissões de comando externas às áreas de produção, sobretudo por parte de agentes hegemônicos que têm à sua disposição os acúmulos de conhecimento, na forma do que Latour (2000) denomina “centrais de cálculo”. Essa cognoscibilidade permite aos agentes hegemônicos agir informados e otimizar suas redes de produção e de transmissão de capitais, reorganizando-as e reatribuindo funções em seus pontos de ação em diferentes partes do território, levando assim a essa nova divisão territorial do trabalho.

Frequentemente esses fluxos informacionais provenientes de centros de lógica do mercado financeiro internacional — tais como as grandes praças financeiras de Nova York, Londres, Paris e Japão — redefinem políticas econômicas nacionais, funcionando como *verticalidades* que, como trata Santos ([1996] 2009c)¹², incidem sobre o território trazendo lógicas exógenas, produzidas nesses grandes centros, na promoção de solidariedades organizacionais (SANTOS, *op. cit.*, p. 285), “coesão organizacional baseada em racionalidades de origens distantes”. Conforme Dias (1995, p. 154), as redes muitas vezes são portadoras de *ordem* numa escala planetária ou nacional — pois através delas grandes corporações se articulam, reduzem seu tempo de circulação em todas as escalas de operação — e de *desordem* numa escala local — deflagrando processos de exclusão numa velocidade sem precedentes, marginalizando centros urbanos e tornando mais precários os mercados de trabalho.

Desorganizando dinâmicas locais e regionais, os grandes fluxos financeiros, (que demandam maior eficiência na realocação dos capitais, encomendando diluição de riscos e diversificação de ativos), reagrupam capitais, concentram-nos no território, com consequências diversas para o desenvolvimento empresarial e, por consequência, econômico de um país. Nos países periféricos esse processo é agravado, dada a vulnerabilidade às dinâmicas financeiras a que seus territórios se expõem — processo

¹² Segundo Santos ([1996] 2009b, p. 284), “De um lado, há extensões formadas de pontos que se agregam sem descontinuidade, como na definição tradicional de região. São as *horizontalidades*. De outro lado, há pontos no espaço que, separados uns dos outros, asseguram o funcionamento global da sociedade e da economia. São as *verticalidades*.”

destacado por Arroyo (2006)¹³ — uma vez que possuem mercados de capitais frequentemente incipientes e dependem fortemente da aceitação por investidores estrangeiros, concentrando-se na receptividade e na aceitação por esses mercados, seja em termos técnicos como normativos. Santos e Silveira ([2001] 2006, p. 185), nesse sentido, também exprimem que “na realidade, as novas regras do jogo nas finanças não negligenciam as finanças nacionais, mas as tornam outra fonte de lucro”, pois são grandes empresas mundiais que ganham com conversões entre sistemas monetários, balanços de comércio exterior e juros. Com isso, “a ‘instabilidade territorial’ desses capitais só faz aumentar”.

1.1.2. A imprescindível regulação do mercado financeiro

O aparecimento dos mercados financeiros e, em especial, das bolsas de valores, demanda uma intervenção dos Estados nacionais seja na forma da regulação (com o estabelecimento de leis, diretrizes, padrões e supervisões) ou na forma de planejamento (através de políticas monetárias, fiscais e outras). Por um lado, o estabelecimento de um mercado que envolve a manipulação de grandes quantias econômicas através da assunção do risco — permitindo, assim, a existência da especulação e o empenho de quantias sem a garantia de retorno — faz com que o Estado seja cobrado a supervisionar e regular as operações, tanto mais quanto mais complexas se tornam as negociações. Por outro, o próprio mercado demanda normas que estabeleçam um funcionamento constante e inequívoco das negociações — condição essencial para a confiabilidade das instituições e, assim, de sua competição e potencial de investimento — e, também, a instalação de sistemas técnicos que permitam às instituições funcionarem de maneira mais eficiente, contando com a agilidade das transações. De tal modo, defendemos que o mercado

¹³ Arroyo (2006) nos fala da vulnerabilidade adquirida pelos territórios frente ao poder atual dos fluxos financeiros. Em especial os países periféricos, distantes da maior parte das mais importantes decisões econômicas geradas, sofrem com efeitos perversos de uma mundialização financeira em processo. Se a porosidade territorial para os fluxos financeiros é maior, proporcionalmente cresce o risco que trazem tais fluxos às economias nacionais e, por consequência, aos territórios, na medida em que o vai e vem de investimentos, inconstantes e descomprometidos com interesses nacionais, pode ser responsável por uma desorganização do território.

financeiro e os Estados nacionais têm uma longa — e também conflituosa — história de relações.

O geógrafo Peter Dicken (2010, p. 408) também assume que a finança é “uma das atividades econômicas mais controvertidas, devido a seu relacionamento histórico com a ‘soberania’ estatal”. Desde que os primeiros Estados nacionais se institucionalizaram, a criação e o controle do dinheiro são considerados imprescindíveis para que sobrevivam e se legitimem. A tensão se acentua à medida que Estados nacionais veem seu controle tradicional dos assuntos monetários sendo ameaçados por forças do mercado externo. A realidade de instabilidade no mercado financeiro induziu Strange (1986) a cunhar o termo metafórico e significativo “capitalismo de cassino”, buscando capturar a dinâmica de riscos e apostas da realidade capitalista atual.

Gorz ([1997] 2004, p. 26), nesse sentido, expressa que a lógica financeira cada vez mais prevalece sobre as lógicas econômicas e, assim, a renda prevalece sobre o lucro. Conforme lembra o autor, o poder financeiro é “pudicamente chamado ‘os mercados’” e “autonomiza-se diante das sociedades e da economia real e impõe suas normas de rentabilidade às empresas e aos Estados”. Ramonet (1995) se aprofunda na crítica à imposição dessas novas lógicas, dizendo que “a globalização do capital financeiro está colocando os povos em estado de insegurança generalizada. Ela enquadra e rebaixa as nações e seus Estados, retirando deles a condição de espaços para o exercício da democracia e a garantia do bem comum.”, apontando para o fato de que a liberdade total de circulação dos capitais desestabiliza a democracia, sendo portanto essencial o estabelecimento de controles a essa circulação.

Como dissemos, diante da profusão de transações diversas entre investidores localizados em variadas cidades do planeta, o Estado é chamado a intervir duplamente. Movimentos sociais e políticos cobram atenção redobrada a essas transações internacionais, seja pelos negócios escusos, pelos problemas de soberania gerados, ou pela concentração e centralização de capital que a liberação de tais fluxos parece promover. Por sua vez, os próprios agentes do mercado financeiro — embora grandes setores sejam imbuídos de ideais neoliberais de diminuição da intervenção estatal — cobram a regulação das atividades por variadas razões, em geral relacionadas à manutenção da estabilidade do sistema, que dependeria de fatores que vão desde as restrições de negociações escusas até a obrigatoriedade do fluxo — relativamente — homogêneo de informações (tendo em vista as teorias vigentes que alegam que o mercado só é funcional quando “bem

informado”¹⁴). De qualquer maneira, a regulação dos mercados financeiros é vista como fundamental, seja para contenção dos efeitos, seja para manutenção da estabilidade. Além das próprias dinâmicas internas decorrentes da especulação financeira, que podem trazer danos para o funcionamento contínuo do mercado, o sistema financeiro também tem intersecções com práticas como o comércio ilícito e a lavagem de dinheiro, conforme levanta Machado (1996). Isso demanda constante atenção por parte de agentes reguladores, tanto para impedir que tais práticas cheguem a instabilizar o funcionamento normal do sistema, quanto para minimizar suas consequências econômicas e sociais.

Entendemos que, embora o mercado financeiro seja composto de variados agentes que interagem por meio das redes e criam esse emaranhado de negociações, o Estado é essencial para que se estabeleçam suas principais diretrizes. A circulação financeira, afinal, não só depende de aspectos técnicos — como o estabelecimento de redes infraestruturais que abriguem seus fluxos informacionais —, mas, conforme dependente da técnica, é também política. O geógrafo francês Camille Vallaux (1914), ao tratar sobre o estabelecimento dos caminhos que permitem a circulação, ressaltava seu caráter político, ainda que se proponha a fins puramente econômicos. O ponto mais fundamental desse caráter político está, talvez, na manutenção de redes que permitam a circulação de maneira segura — isto é, para o funcionamento dos caminhos, há sempre a exigência mínima da segurança e estabilidade — que é garantida, então, pela estrutura política de um Estado, que os regula, normatiza e protege, exercendo sua soberania dentro de um território estabelecido.

Estendemos esse entendimento para a circulação realizada pelos capitais na atualidade, enxergando então que o estabelecimento de um mercado financeiro funcionante, ainda que virtual, baseia-se na premissa de uma rede em funcionamento ininterrupto, acessível aos negociantes que, acima de tudo, tenham a garantia do sigilo das informações dentro do âmbito desse mercado. Tal caráter técnico e normativo é

¹⁴ Conforme Sandroni (1999, p. 283), a Hipótese do Mercado Eficiente concebe que o comportamento do mercado se baseia nas premissas: “1) existem inúmeros participantes num mercado eficiente; 2) todos têm acesso às informações relevantes que afetam os preços das ações; 3) estes participantes competem livremente e em igualdade de condições pelas ações no mercado de tal forma que as cotações das mesmas refletem seus valores (patrimoniais)”. Assim, com novas informações surgidas aleatoriamente, os preços teriam variação também aleatória. A eficiência de um mercado se daria, portanto, pela boa distribuição da informação relacionada aos seus preços.

assegurado, em grande parte, pelo estabelecimento de uma regulação, cuja amplitude e eficiência depende em maior ou menor peso do Estado e do mercado, embasada por um conjunto de desenvolvimentos tecnológicos de empresas que, cooperando entre si e com os demais agentes do mercado, permitem combater ameaças ao funcionamento desse sistema de mercado (seja combatendo atividades ilícitas, seja calculando os chamados “riscos sistêmicos”).

Para Sassen (2010, p. 438-441), a interconexão eletrônica dos mercados, bem como o crescimento dos instrumentos financeiros derivados e a aceleração das inovações possibilitadas pelas ciências financeiras, iniciaram nova etapa no sistema financeiro. A gestão do risco e da incerteza se tornou característica da atuação de tais mercados, adquirindo um peso e um significado específicos. Pela condição das técnicas de controle do risco, a supervisão externa se tornou cada vez mais difícil devido à velocidade e complexidade dos modelos de operações, fazendo com que muitas instituições regulatórias passassem a buscar nos próprios agentes do mercado financeiro possibilidades de controle, utilizando seus próprios especialistas técnicos para regulação, impondo a eles metas e normas a serem seguidos, mas perdendo, em razão disso, parte do controle técnico sobre a dinâmica do mercado. Langdale (1985, p. 12) também aponta para o problema de uma rápida e crescente internacionalização dessa indústria de serviços financeiros, que leva a um aumento no volume de transações e, assim, do nível de risco no sistema, sendo possível a falência de um banco em apenas uma ou duas horas, situação que foge ao controle de instituições como os bancos centrais, levantando inclusive questões a respeito de soberania nacional.

De maneira geral, os anos 1970 ou 1980 servem como base para a literatura especializada apontar o início de um processo de desregulação econômica e financeira. Dicken (2010, p. 417) aponta que o “ruir dos muros” regulatórios se acelerou especialmente após a década de 1980, com pressões para desregulamentação de diversas fontes. O ponto de partida teria sido o surgimento dos mercados de eurodólar nos anos 1960. O crescimento rápido desse mercado de moeda fora do controle regulatório nacional foi reforçado pela pressão sobre os bancos e outras empresas financeiras para operarem de maneira menos restrita e segmentada. A partir dos anos 1970, uma série de mudanças ocorreu nos EUA, facilitando a entrada de bancos estrangeiros e permitindo a expansão de bancos estadunidenses no exterior; em 1981, os EUA permitiram o estabelecimento de instalações de empresas de *banking* internacionais (IBFs), que criaram

centros “*offshore* locais” que podiam oferecer recursos específicos para clientes estrangeiros. No Reino Unido, o “*Big Bang*” de outubro de 1986 extinguiu barreiras entre bancos e agências de apólices/títulos, permitindo a entrada de empresas estrangeiras na bolsa de valores. Na França, o “*Little Bang*” de 1987 abriu gradativamente a bolsa de valores para *outsiders* e bancos estrangeiros e domésticos. Na Alemanha, bancos estrangeiros estavam autorizados a comandar/gerenciar assuntos estrangeiros, sujeitos a acordos de reciprocidade. E, no Japão, as restrições à entrada de agências estrangeiras de apólices/títulos foram relaxadas e bancos japoneses puderam abrir instalações de operações bancárias internacionais.

Apontamos, no entanto, que, sendo fruto de uma pressão de interesses econômicos e políticos sobre os Estados, estas mudanças podem ser consideradas, sobretudo, uma alteração na orientação dos conteúdos normativos de cada formação socioespacial (SANTOS, 1977) envolvida. Milton Santos ([1996] 2009c, p. 275) chega a afirmar que desregular é aumentar o número de normas. Concordamos, assim, com Dollfus (1993), que nos diz que a desregulamentação não suprime regras, mas sim certos controles, dando fluidez a determinadas transações, abrindo campo para a concorrência, mas demandando que novas regras sejam instauradas para que o sistema funcione. O mercado, afinal, não se regula por si próprio: ainda que alegue ser um mercado livre de intervenções, é preciso minimamente o estabelecimento de padrões e leis de aceitação geral que evitem comportamentos econômicos catastróficos — por mais que se inclua frequentemente a possibilidade do já mencionado “risco sistêmico” —, ou seja, a manutenção da segurança. A cada grande inovação no mercado, acrescenta Dollfus (*op. cit.*), novos instrumentos de observação e regulação tornam-se necessários. Em outras palavras, em uma economia em crescente complexificação, cada vez mais se faz uso de normas, e o discurso da liberalização se configura mais como um favorecimento maior a normas que interessem a um determinado *modus operandi* do mercado, do que de fato como uma extinção de organismos estatais e legislações.

Além da regulação do mercado por meio do estabelecimento de leis, decretos e supervisões, o controle das negociações por meios financeiros também compõe um intenso debate que procura cercear as consequências das atividades especulativas do mercado financeiro e apresentar um projeto no qual a sociedade deve ser priorizada na regulação dos mercados. A principal iniciativa que inspira o estabelecimento de taxas e impostos sobre as transações do mercado financeiro foi apresentada pelo economista inglês James

Tobin¹⁵. Chesnais (1999, p. 12), analisando a construção do debate acerca do hipotético tributo proposto, considera que tributar as operações com vistas a penalizar a especulação e controlar o movimento de capitais de curto prazo seria fazer uma séria advertência aos agentes econômicos, afirmando que o interesse geral deve prevalecer sobre os particulares, e também que

lutar pela tributação das transações nos mercados de câmbio significa afirmar a necessidade de destruir o poder do capital financeiro e de restabelecer uma regulamentação pública internacional. Enquanto imposto sobre as transações cambiais com fins especulativos, o tributo Tobin inaugura uma forma de relação entre o público e o privado completamente diferente da espécie habitual de aliança entre a esfera política e a financeira.

Apesar de controles de capital através de imposições de taxas por transações raramente serem postos em prática, a preocupação dos Estados e das instituições financeiras em afirmar limites que assegurem alguma estabilidade para as negociações teve seu principal expoente nos chamados Acordos de Basileia (LEITE; REIS, 2013). O primeiro, assinado em 1988, buscou reduzir fontes de desigualdade competitiva entre bancos nacionais e fortalecer a estabilidade do sistema bancário internacional; o segundo, por sua vez, foi assinado em 2004 novamente objetivando a estabilidade do sistema bancário. Os acordos atuam sobretudo impondo exigências mínimas de ativos bancários, aumentando a supervisão por órgãos governamentais e criando formas de punição de instituições bancárias pelos investidores. Em 2010, um terceiro acordo de Basileia foi assinado, no encalço da crise econômica de 2008, enfrentando certamente um questionamento da eficácia de tais acordos frente às subseqüentes quebras de grandes bancos internacionais. Tais esforços de regulação certamente têm influência determinante sobre as tentativas de maior interação entre as instituições do mercado acionário,

¹⁵ Também Piketty (2014, p. 589), recentemente, retomou o debate sobre o controle do capital, recomendando que uma instituição para “evitar uma espiral infundável de aumento da desigualdade e também retomar o controle da dinâmica em curso” poderia se dar na forma de “um imposto mundial e progressivo sobre o capital, acompanhado de uma grande transparência financeira internacional” (PIKETTY, *op. cit.*, p. 637). Isso inclui gerar transparência democrática e regulação para o sistema bancário e os fluxos financeiros internacionais, colocando o interesse geral acima do interesse privado. O autor vê o papel do Estado na criação de regimes fiscais mais transparentes e que visem à redução das desigualdades, portanto a necessidade de se impor controle aos livres fluxos financeiros.

expressando a necessidade de órgãos regulatórios estarem constantemente em contato para regular novos instrumentos financeiros, surgidos de maneira acelerada no período atual.

Temos, portanto, o papel do Estado como determinante no funcionamento dos mercados financeiros dentro dos territórios nacionais. A ideia de que o Estado perde seu poder perto dos volumes de fluxos que atravessam fronteiras e que o território nacional não é mais relevante para um mercado financeiro supostamente etéreo desconsidera o enorme peso que têm as atividades regulatórias para o funcionamento contínuo do mercado financeiro, seja permitindo aos fluxos atravessarem fronteiras, seja fornecendo bases legislativas suficientes para minimizar os conflitos mercantis. Retomamos Polanyi ([1944] 2000), que afirma que a “classe financeira” ou das “altas finanças” é por um lado cosmopolita e pacifista, porque uma vez estabelecida uma hierarquia de moedas, qualquer alteração significa gigantescas transferências de riqueza; mas, por outro lado, não pode se desfazer do vínculo territorial com uma jurisdição monetária determinada, e lá reproduzem e realizam o valor de sua riqueza¹⁶. O vínculo territorial das negociações financeiras é fundamental na medida em que confere aos participantes do mercado determinadas regras de acordo com as quais podem planejar as melhores formas de investimento e reproduzir seu capital, seja em âmbito nacional como em âmbito estrangeiro.

Ao mercado global de capitais, conforme Sassen (2005, p. 31-32), é acoplado um espesso mundo de políticas nacionais e de agências estatais. Num primeiro sentido, é reconhecido que, para funcionar, esses mercados requerem tipos específicos de garantias, contratos e proteções, bem como tipos específicos de desregulação dos quadros existentes. Grande quantidade de trabalho foi feita para desenvolver padrões e regimes para novas condições impostas pela globalização econômica. Soma-se a isso o fato de que os mercados globais atuais não apenas são capazes de implantar seu poder, mas também passam a produzir constantemente novos “padrões” a serem integrados nas políticas públicas nacionais, moldando os critérios para o que passou a ser considerado a política

¹⁶ Para Fiori (1995), em todas as sociedades e momentos da história do capitalismo o capital se projeta “para fora”, movido pelo objetivo de expansão do seu “território de arbitragem” ou para assegurar-se contra incertezas, ancorando-se em moedas mais sólidas. É nesse momento que a classe financeira abandona seu cosmopolitismo e seu pacifismo, em nome de projetos de expansão que reabrem conflitos imperialistas. Por isso considera que a geoeconomia e a geopolítica mundiais, na forma dos regimes monetários e sistemas hegemônicos, interagem permanentemente, sendo necessário entendê-los conjuntamente.

econômica em si mesma. A formação de um mercado global de capitais representou uma concentração de poder capaz de influenciar políticas econômicas de governos nacionais e, por extensão, de outras políticas. Não se deve, assim, desconsiderar o peso das finanças para as decisões políticas tomadas dentro de um território e nem desconsiderar as funções que a atividade estatal exerce sobre esse âmbito econômico. Sassen (*op. cit.*, p. 33) ressalta que “não importa o quão globalizada e eletrônica, a finança requer condições regulatórias específicas e, logo, depende parcialmente da participação de Estados nacionais para produzir essas condições”.

A economia da velocidade e da fluidez tem, para Veltz (1999, p. 216), muitas facetas. A liberalização dos mercados nacionais, com sua desregulamentação e o aumento da liquidez, cria um novo contexto em que poupanças do mundo todo têm acesso a lugares mais rentáveis e, assim, a economia “real” cria uma situação de dominação estrutural pelos credores — ou mesmo uma “ditadura dos credores” — ajudando a explicar fenômenos do poder público e do mercado como a fobia da inflação e a obsessão pela credibilidade financeira. No mercado financeiro global, porém, os indicadores são os próprios valores monetários envolvidos e cresce o peso dos critérios financeiros nas transações econômicas (SASSEN, 2005, p. 20), fazendo com que o próprio mercado financeiro forneça as bases empíricas de análise para as políticas econômicas que o controlam. A despeito disso, Sassen (*idem*) ressalta que a organização espacial da finança foi fortemente modelada pela regulação¹⁷, que “operou como um dos principais estrangimentos locais que a indústria, suas empresas e mercados mantêm ao se espalhar por todos os cantos do mundo”.

Um permanente e contraditório movimento entre a especulação inerente ao mercado de capitais e as tentativas de regulação e controle dos fluxos de capital se instala e se desenvolve sobre os ombros da regulação estatal, resultado do embate político entre a sociedade e os participantes do mercado financeiro. Novas técnicas permitem novos

¹⁷ Sassen (2005, p. 23) aponta que “a atual organização espacial da indústria pode ser vista como indicador mais próximo das dinâmicas locais dirigidas pelo mercado do que era o caso na fase regulatória inicial”, uma vez que, antes da desregulamentação pela qual passou o setor nas últimas décadas, os mercados tinham prevalência de alta regulação em mercados nacionais fechados, tendo inclusive o caso de barreiras interiores ao país, como ocorria com as barreiras às transações bancárias interestaduais nos Estados Unidos. Nesse sentido, a desregulamentação financeira serviu para levantar diversos desses impedimentos às finanças, reelaborando as normas que regem o setor.

instrumentos de tomada de risco que, por sua vez, aumentam o risco sistêmico na medida em que tensionam as regras preestabelecidas do mercado através de novos movimentos especulativos. Em um movimento contrário, a política econômica nacional, que visa atender a sociedade e também a estabilidade das instituições de mercado, cria novas normas que resultam de um embate entre a necessidade de conter a especulação como fenômeno danoso à economia e sociedade nacionais e o desejo dos agentes do mercado de estabelecer regras que permitam a continuidade das transações, mas evitem ao máximo o controle das dinâmicas de mercado.

Conforme os mercados se internacionalizam de maneira crescente, e conforme se estabelece, como trataremos no capítulo a seguir, uma mundialização financeira, torna-se preponderante compreender a interação entre os Estados e o mercado na conformação dessas redes de transações mundiais que, embora sejam representadas por imensos volumes atravessando fronteiras diariamente, dependem de seus territórios para a organização, regulação e planejamento do funcionamento pleno do mercado.

I.2. Finanças, informação e o reforço à metropolização

I.2.1. A financeirização e a mundialização financeira

Se as bolsas de valores adquirem grande relevância econômica no período atual devido a sua capacidade de aglomerar negócios entre partes diversas em grande escala, dependem de seu substrato fundamental que são as redes de informação. Tais redes, ao se difundirem pelo globo, permitiram a essas instituições de mercado, antes restritas a contextos regionais ou nacionais, oferecer títulos para compra e venda em escalas geográficas diversas, seja atendendo a um país todo ou mesmo oferecendo negócios a serem feitos internacionalmente. Da mesma forma, permitiram a difusão de informações que fomentam as decisões de investimento, orientando-as de acordo com as diversas racionalidades participantes do mercado.

Por meio de tais redes, fluxos de capital permitem às grandes corporações absorver investimentos de diversas fontes. Para ampliar esse influxo, se reorganizam, racionalizando suas atividades e sua localização, adequando-se aos padrões buscados ou mesmo exigidos pelos agentes do mercado e agregando-se aos movimentos da economia mundial. Estabelece-se, assim, um mercado internacional de capitais e, também, uma nova divisão territorial do trabalho, na qual a preponderância dessas redes que movimentam fluxos informacionais e financeiros induz uma relocação das atividades econômicas mais complexas, redesenhando as redes urbanas e fomentando processos de concentração de capital. É com base nessa constatação que consideramos, com Santos ([1996] 2009c), a compreensão da informação e das finanças como essencial para entender a rede urbana e o território no período da globalização. Os serviços financeiros, realizados por instituições e empresas que reúnem os fluxos informacionais subsidiários da atividade de forma a possibilitar a circulação eficiente dos fluxos financeiros entre os agentes econômicos, são peça fundamental da economia urbana, e sua topologia nos parece uma importante pista para analisar como a rede urbana passa a ser reestruturada a partir dessas variáveis-chave.

Ao abordar as transformações relativas ao campo financeiro no período atual, temos em mente a ocorrência de dois fenômenos concomitantes e complementares. O primeiro diz respeito à *financeirização da economia*, termo de uso corrente que busca captar

a dimensão econômica do processo e dar conta da aparição em frequência e volumes cada vez maiores do mercado financeiro nas discussões sobre economia nacional e internacional. O segundo, a *mundialização financeira*, trata de captar a dimensão geográfica dessa financeirização, que passa a interconectar economias em diversos pontos do mundo através das relações financeiras estabelecidas.

Advogamos aqui, conforme Paulani (2004), que o período atual é caracterizado por uma dominância financeira da valorização¹⁸. É nos autores da chamada “escola da regulação” que encontramos a argumentação em torno da tese sobre a existência de um regime de acumulação com dominância financeira na atualidade. Baseando-se no conceito de modo de produção desenvolvido por Marx ([1867] 1985a), autores dessa corrente defendem que a um determinado *regime de acumulação* corresponde um *modo de regulação*. A articulação entre ambos configuraria uma acumulação característica de uma determinada fase do capitalismo, resultante da dinâmica entre a regulação e as crises que permitem que o capitalismo, por meio de tais mudanças, amenize algumas de suas contradições internas. Lembramos, no entanto, que, conforme Aglietta ([1976] 1979) aponta, tal regulação apenas media conflitos, mas nunca chega a extingui-los, pois, conforme Harvey ([1975] 2005) também nos lembra, tais conflitos são propriedades inerentes ao sistema capitalista — em si mesmo contraditório.

O modo de regulação, segundo Boyer ([1986] 1990), é um conjunto de comportamentos individuais ou coletivos que permitem reproduzir as relações sociais fundamentais a um regime de acumulação capitalista, sustentando-o e garantindo sua compatibilidade com as decisões econômicas, que ocorrem de maneira descentralizada. Ambos se apoiam, por sua vez, em formas institucionais características, configurações que regem a produção (relações de trabalho) e as relações políticas (organização do Estado) e entre os agentes do capitalismo (relações concorrenciais, regime monetário e financeiro, regime internacional). Em outras palavras, o modo de regulação, por meio das formas institucionais, permite aos agentes e instituições atuarem de maneira conjunta de modo a garantir o regime de acumulação. François Chesnais (2005), assim, destaca a forma institucional que corresponde ao regime monetário e financeiro, denominando a fase atual

¹⁸ Em contraposição a uma “dominância da valorização financeira”, visto que a dominância não é apenas temporária, com a valorização financeira se destacando dentro do processo de acumulação; defendemos que a valorização em si é dominada pela lógica financeira e há um estado de constância de seu papel na acumulação capitalista atual.

de regime de acumulação com dominância financeira. Harvey ([1989] 1994), por sua vez, dá foco à forma institucional das relações de trabalho, marcadas pela flexibilidade — por isso denomina o novo regime de acumulação flexível — como bem observado por Teixeira (2007, p. 60-61).

O geógrafo Georges Benko (1999), ao elencar os elementos trazidos por esse novo regime de acumulação, caracterizado pelo rentismo e com modo de regulação baseado na flexibilidade, ressalta que as novas técnicas de produção, os novos modos de consumo e as novas formas de intervenção estatal compuseram uma mudança na estrutura organizacional das empresas: a economia capitalista atual se caracteriza sobretudo pela presença de grandes grupos, nos quais empresas de grande porte se tornam agora *holdings* financeirizadas, marcadas por flexibilidade nas operações, diversificação de atividades e grande peso dos investimentos financeiros na composição de seus ativos — peso tal que certas empresas não-financeiras passam a depender mais de seus investimentos financeiros do que da produção em si (HARVEY, 2011). São características que permitiram às grandes corporações reconfigurarem sua dispersão geográfica, baseando-se nas redes globais, assim como suas estruturas de propriedade, o que possibilita que seus títulos de propriedade sejam vendidos em mercado aberto, na forma de ativos, mas também adquiridos por outros grandes grupos, aumentando sobremaneira a centralização do controle dessas corporações e, ao mesmo tempo, a complexidade da propriedade das empresas e dessas grandes massas de capital.

Essa financeirização da qual estamos tratando, nas palavras de Dias e Zilbovicius (2009, p. 123), modifica o próprio objetivo das empresas (e, portanto, de todo seu sistema de produção), tornando a produção subordinada (e não mais alternativa) às finanças. Adquire importância a “criação de valor” para o acionista que detém parte da propriedade da companhia, fortalecendo o já mencionado *shareholder value orientation*, no qual as atividades se orientam não mais para o planejamento de ganhos em longo prazo pela empresa, mas para a maximização dos lucros de acionistas. Conforme Dias e Zilbovicius (*idem*) a firma é, agora, “como um nexo de contratos, como um grande portfólio de atividades (ou investimentos), e ela própria não seria mais do que uma alternativa de investimento entre tantas”. O valor gerado pela empresa é, neste sentido, representativo da expectativa de geração de fluxo de caixa futuro, ou seja, do retorno que dará para seus investidores, deixando de basear-se no mundo produtivo, considerado por Gorz (2005) mais “real” ou “concreto” do que esse financeiro, mais “virtual” e “abstrato”.

Devido à importância adquirida pela previsão de ganhos futuros no funcionamento da empresa, visando atender expectativas de investidores, o risco se torna elemento-chave (DIAS; ZILBOVICIUS, 2009, p. 123). Daí a necessidade da referida flexibilidade, que se torna discurso intrínseco a esse novo regime de acumulação, uma vez que permite a mudança rápida de um investimento a outro, por parte da empresa, se isso significar maiores ganhos. A flexibilidade não serviria, portanto, apenas para atender as exigências da competitividade no mercado, mas porque os controladores, representando o conjunto de investidores da empresa, exigem a aplicação de uma lógica que valoriza o custo de oportunidade, a liquidez do caixa e a flexibilidade de seus investimentos. É a aplicação dessa lógica que levou, conforme Dias e Zilbovicius (2009, p. 125), à ascensão dos termos “emprego-projeto”, “*downsizing*”, “empregabilidade” e “empreendedorismo” na ordem do dia das decisões empresariais.

Em determinados mercados, podemos dizer inclusive que a figura do “assalariado acionista” se torna importante, conforme trabalhado por Plihon (2003). Através de práticas corporativas como a distribuição de ganhos por meio de ações aos empregados, mas principalmente através do crescimento dos fundos de pensão e dos fundos mútuos, cresce a participação de pessoas físicas no mercado financeiro, empurradas a ele voluntária ou involuntariamente. A participação financeira do trabalhador na vida financeira de sua própria empresa, seja por meio da posse de suas ações como por meio de aposentadorias baseadas em ganhos no mercado financeiro cria uma ligação esquizofrênica na qual o funcionário se vê entre a perspectiva de aumentar seu salário e manter seu emprego e a perspectiva de colaborar para a eficiência financeira da empresa, que envolve decisões como o corte de gastos com redução salarial e demissões¹⁹, assim como também determinadas práticas trabalhistas com vistas a melhorar a imagem da empresa ou seu desempenho financeiro. É por isso que Dias e Zilbovicius (2009, p. 124) consideram que a lógica financeira converge com o que chama de “novas formas de organização do trabalho”.

É bom lembrar, aqui, que conforme Tavares (1973, p. 239) esclarece, o processo de acumulação de ativos financeiros não tem, em primeira instância, uma relação direta

¹⁹ Stern e Stewart (1991) criaram, por exemplo, a medida de desempenho *Economic Value Added* (EVA), dizendo que “boas práticas” no sentido de “criar valor” significariam um *empowerment* aos trabalhadores como meio de melhorar os resultados financeiros.

com o processo de poupança-investimento. O capital financeiro não é resultado da produção de excedente, e sim da geração e “acumulação” dos direitos de propriedade sobre o capital. É possível que não se altere o excedente, mas que se altere a forma como ele é apropriado. Por isso, não há articulação direta entre poupadores (e, portanto, investidores) e os utilizadores dos recursos. Consequentemente, não é obrigatório que as poupanças se convertam em investimento real: “uma coisa é realizar aplicações baseadas na rentabilidade dos títulos, outra, bem distinta, é que os recursos que fluem das unidades superavitárias (famílias e empresas) sejam investidos pelas empresas em ampliação da sua capacidade produtiva”. A realização dos novos investimentos reais, afinal, “depende não só das possibilidades de autofinanciamento ou de obtenção de créditos pelas empresas, mas sobretudo das relações existentes no mercado entre a taxa de lucro e de juros e da taxa de rentabilidade esperada dos novos investimentos (expectativas de rentabilidade e risco)”. Temos de ter em perspectiva, portanto, que ainda que realizemos uma conexão direta entre o mercado de capitais e as empresas produtivas, através da valorização de títulos de propriedade, essa relação possui um complexo caminho que envolve a especulação de ativos e a tomada de risco, e se revela através da transferência da propriedade de títulos, e não no investimento direto de capital nas corporações.

A expansão geográfica do fenômeno da financeirização da economia, como já dito, leva ao processo que Chesnais (1998) denomina mundialização financeira. Ao estabelecer o termo, o autor refere-se às crescentes interligações na economia mundial que partiram de uma série de políticas de liberalização econômica e abertura de mercados, iniciadas na Inglaterra e nos Estados Unidos e propagadas gradativamente aos demais países. Tais políticas atrelaram as economias nacionais através da intensa troca de fluxos financeiros, de tal maneira que passaram a se influenciar muito mais intensamente e rapidamente²⁰. Dicken (2010), nesse mesmo sentido, aponta como importantes processos para a conformação desse novo paradigma do capitalismo, que é global e financeiro: a saturação

²⁰ Chesnais (1998) descreve o processo de mundialização financeira em três etapas: (a) uma internacionalização financeira “indireta”, resultando na formação do mercado de eurodólares; (b) a desregulamentação financeira, com destaque às políticas de Thatcher, na Inglaterra, e de Reagan, nos Estados Unidos, acompanhada da formação dos mercados de bônus; (c) a abertura dos mercados acionários, com posterior incorporação dos “mercados emergentes”.

do mercado, a desintermediação²¹ e a desregulação²² e internacionalização dos mercados financeiros. Também Warf (2007) atenta para as mudanças tecnológicas trazidas no que chama de “sistemas pós-fordistas flexíveis”, um sistema de acumulação hipermóvel. Nessa transição, governos locais e nacionais tornam-se, para o autor, cada vez menos preocupados com questões de redistribuição social e provisão de serviços públicos e cada vez mais envolvidos com questões de competitividade econômica.

Esse processo de mundialização traz, para Gonçalves (1996), três dimensões que se reforçam. A primeira é uma maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, que passam a depender de variáveis comuns e acompanhar mutuamente seus movimentos. A segunda é um acirramento da concorrência com relação ao sistema financeiro internacional, uma vez que, estando os investimentos expostos com maior facilidade a outros sistemas financeiros, é necessário oferecer vantagens à rentabilidade dos investimentos nacionais. Por último, um avanço da internacionalização da produção de serviços financeiros, no sentido de que residentes de um país têm acesso maior a serviços financeiros dos demais países. Esse último fator, de grande importância para nós, representa o fato de que fornecer acesso ao mercado internacional se torna imprescindível para a atração de novos investidores e, para isso, torna-se imprescindível contar com serviços avançados que permitam um funcionamento padronizado e adaptado às demandas estrangeiras. Nesses serviços financeiros internacionalizados, os fluxos informacionais e financeiros terão grande impacto, fazendo crescer essa atividade econômica e avançando suas técnicas, fortalecendo suas instituições e tornando-os elementos essenciais para o controle de grandes movimentos de capitais.

²¹ Por meio da desintermediação financeira, operações passam a ser feitas cada vez mais diretamente, ou seja, sem a interferência de intermediários financeiros como organizações bancárias. A partir disso, conforme Sandroni (1999, p. 171), ocorre um “processo de deslocamento da realização de transações de intermediação do setor financeiro para o setor não-financeiro da economia”. Ou seja, criam-se mecanismos de transações financeiras que dispensam a intermediação clássica das instituições financeiras.

²² Conforme Sandroni (1999, p. 172), uma “tendência que surgiu durante o final dos anos 70 nos países industrializados, recomendando a redução da participação do Estado — direta ou indireta — na economia e nos mercados, baseada na tese de que as empresas, os preços e a alocação de recursos são controlados e administrados mais eficazmente pelas forças do mercado do que por regulamentos governamentais”. Políticas nesse sentido incluem desde privatizações até reduções de carga tributária.

Para Sassen (2005, p. 18-19), o mercado global de hoje é distinto e precisa ser diferenciado de casos anteriores de mercados financeiros mundiais. A autora considera que no capitalismo sempre existiu um mercado para o capital e ele se constitui de múltiplos e especializados mercados financeiros, há tempos tendo componentes globais — os termos, portanto, carregariam um alto nível de generalidade. Aponta, no entanto, que hoje o mercado apresenta diferenças significativas: (i) uma formalização e institucionalização do mercado global para o capital, parte resultado da interação com sistemas regulatórios nacionais que o tornaram gradualmente mais elaborados nos últimos cem anos; (ii) e o impacto transformativo das novas tecnologias da informação e comunicação, particularmente tecnologias baseadas na computação. A digitalização da finança trouxe saltos de magnitude e de extensão à interconexão mundial. Ainda segundo Sassen (*idem*), três fatores decorrem disso: (i) o uso de *softwares* sofisticados para os mercados financeiros fornece condições para inovações; (ii) maximiza-se as implicações de uma integração do mercado global, possibilitando-se transações interconectadas simultaneamente; (iii) e, conforme a finança gira em torno de transações, e não simples fluxos de dinheiro, as propriedades técnicas das redes digitais assumem significado adicional. O mercado de capitais global, portanto, distingue-se de outros componentes da globalização econômica, baseando-se na interconectividade, simultaneidade e no acesso descentralizado para multiplicar enormemente o número de transações, a largura das cadeias de transações e, conseqüentemente, o número de participantes.

Ressaltamos a importância, aqui, da utilização dos termos “países centrais” e “países periféricos”. A terminologia, bastante trabalhada por autores como Raul Prebisch, Samir Amin, Immanuel Wallerstein e Fernand Braudel, permite interpretações variadas, inclusive com a colocação de uma terceira categoria de países semiperiféricos, entre os quais se encaixaria, de forma exemplar, o Brasil. Para Wallerstein (1984, p. 15), existe uma tendência de localização geográfica de atividades produtivas que são centrais ou periféricas, espacialmente agrupadas. Daí ser possível referir-se a Estados centrais e periféricos, embora em alguns deles haja atividades mistas, ou seja, algumas periféricas e algumas centrais, definindo assim a semiperiferia. O que definiria os processos produtivos centrais e periféricos seria o grau de incorporação de valor-trabalho, bem como os níveis de mecanização e de lucratividade; todas características temporalmente dinâmicas, não havendo, portanto, produto ou processo inerentemente central ou periférico, mas atividades temporalmente especializadas e temporalizadas, periféricas ou centrais

enquanto em relação com as demais atividades dos demais territórios. Aproximamo-nos, desta maneira, das ideias do geógrafo Raffestin ([1980] 1993), para quem a centralidade e a marginalidade se definem uma em relação à outra, sendo intercambiáveis, relativas não a um papel intrínseco do espaço, mas às intencionalidades que nele se apresentam. Assim, Braudel (1987, p. 95), fala desse nível intermediário de países que abrigam atividades de ambas as características, periféricos com relação aos países centrais, mas centrais em relação aos países periféricos, fazendo referência a

esses vizinhos, esses concorrentes, esses êmulos do centro. Aí, poucos camponeses livres, poucos homens livres, trocas imperfeitas, organizações bancárias e financeiras incompletas, mantidas frequentemente do exterior, indústrias relativamente tradicionais.

Conforme Lourenço (2005, p. 178), em análise ao termo semiperiferia, “a delimitação dessa área é reconhecidamente difícil”, pois

as empresas estão engajadas em processos produtivos e mercantis que são parcialmente similares aos do Centro, e em partes equivalentes aos periféricos; inclui regiões que por vezes são bem pouco inferiores às centrais, tentando juntar-se a elas e pressionando-as ao tentar juntar-se a elas, e que por vezes são recém-saídas das zonas periféricas silenciosas e miseráveis.

Como já esclarecido, é nos países centrais que se produzem as normas às quais servem grande parte da estrutura do mercado financeiro mundial. Assim, ainda que em volume de fluxos — ou seja, em número de transações ou em volume financeiro transacionado —, alguns países considerados periféricos possam se equiparar — ou mesmo superar — os de países centrais, buscando, como dito, aproximarem-se destes e adotar comportamentos análogos, é apenas nos países centrais, em especial nos Estados Unidos e na Inglaterra, que se produzem as principais condições para inclusão no mercado internacional. Países periféricos se encontram na periferia do capitalismo enquanto receptores dessas normas exógenas, pelas quais devem organizar sua economia. É de grande relevância, entre alguns dos países periféricos (justamente aqueles também referidos como semiperiféricos), o papel das chamadas “economias emergentes” no mercado financeiro internacional. Conforme nos mostra Arroyo (2006, p. 182), a expressão “mercados emergentes” surgiu

no mundo das finanças no início da década de 1990 para referir-se às praças financeiras da periferia por ficarem interligadas diretamente, em forma de rede, aos mercados dos países do centro do sistema. Assim, cidades como São Paulo, México, Buenos Aires e Santiago se somam ao grupo das tradicionais praças de Nova Iorque, Londres e Tóquio, concentrando transações em ações, operações do mercado a termo e do mercado de câmbio, operações do mercado de *swaps*, opções e futuro.

Ao estudar o Brasil, damos destaque a um país cuja bolsa de valores encontra-se exposta frequentemente entre as principais instituições financeiras mundiais, cujos volumes negociados são de porte relativamente grande, bastante superiores em comparação aos demais países periféricos, embora diminutos em relação a países como os Estados Unidos e a Inglaterra. O mercado de capitais brasileiro, no entanto, reproduz em grande parte as normas do mercado financeiro produzidas nos países centrais, pautando-se por eles no estabelecimento das regras para seus instrumentos de investimentos. Os mercados dos Estados Unidos e França, em especial, estiveram sempre em íntima relação com o estabelecimento do mercado financeiro organizado no território brasileiro.

Para compreender a formação desse mercado financeiro mundializado, é essencial ainda apontar a existência de dois conceitos trabalhados por Santos ([1996], 2009b, p. 189-212): a *unicidade da técnica* e a *convergência dos momentos*. A unicidade da técnica permite que recursos técnicos estejam potencialmente disponíveis para utilização em diversos pontos do planeta, possibilitando que agentes hegemônicos façam uso de variadas partes do globo, expandindo em muito sua área de atuação. A simultaneidade da ação desses agentes, por sua vez, faz com que haja uma unicidade do tempo, não no sentido de que não hajam outras temporalidades vividas por outros agentes, mas no sentido que momentos vividos por agentes dispersos geograficamente convirjam em uma única temporalidade, um agir simultâneo e complementar. É o mercado financeiro que realiza e depende de tal convergência de tempos e técnicas, uma vez que exige uma sincronia em suas negociações, de modo que diferentes pontos do mundo possam transacionar seus valores e gerar, assim, o que o autor denomina uma mais-valia global.

Investidores de diversas nacionalidades, através de serviços financeiros postos à disposição, dispendo de técnicas complexas e padronizadas²³, podem realizar transações

²³ Essas novas tecnologias da informação possibilitaram, como Dicken (2010, p. 413) enumera: aumentar a produtividade nos serviços financeiros; mudar os padrões de relacionamentos dentro das instituições

financeiras com outros investidores ou empresas de diferentes nacionalidades, possibilitando assim que apliquem suas fortunas na posse de ativos estrangeiros, diversificando seus riscos e buscando oportunidades de lucro nos diferentes territórios, interligando-os e contribuindo para a formação dessa mundialização financeira, alimentando esse “motor único” do capitalismo, nos dizeres de Santos ([1996] 2009c).

O funcionamento desse mercado financeiro tornado mundial demanda uma operação sincrônica 24 horas por dia, de forma a atender mercados espalhados ao redor do globo, permitindo um fluxo permanente de investimentos. Parte significativa das operações de mercado apresenta funcionamento intermitente, uma vez que a rotina de trabalho dos funcionários de serviços financeiros, como a compensação e liquidação de negociações ainda é, na maioria dos países, diurna. Sendo assim, bolsas de valores, por exemplo, apresentam pregões em todos os dias úteis com uma determinada duração, geralmente começando durante a manhã e terminando ao fim da tarde. A existência de praças financeiras dispersas geograficamente, porém, permite que sempre haja pregões em atividade, de acordo com a sequência dos fusos horários, com as bolsas revezando em seu horário de abertura.

Isso cria o que Dollfus (1993) denomina fusos financeiros, um ciclo de funcionamento que, basicamente, intercala mercados das Américas (movidos sobretudo por Nova York), da Europa (movidos especialmente por Londres e Paris) e da Ásia (representados pelo Japão e pela China). O mercado brasileiro, nesse contexto, alinha-se ao movimento diário do mercado estadunidense, baseando-se no fechamento anterior dos mercados da Europa, que por sua vez se baseia no movimento da Ásia, mantendo um *continuum* de movimentações de mercado que se influenciam sequencialmente²⁴ e embasam movimentos especulativos que buscam analisar de antemão a movimentação da abertura dos mercados com base no fechamento dos anteriores.

financeiras e com seus clientes; aumentar bastante a velocidade do giro do capital de investimento; que instituições financeiras aumentassem suas atividades de empréstimo e respondessem imediatamente a flutuações nas taxas de câmbio nos mercados de moeda internacional.

²⁴ Tal fenômeno é especialmente visível em casos de propagações de crises, nos quais as instabilidades de um conjunto de mercados induz a uma instabilidade no subsequente.

Figura 2. Horários de ocorrência do pregão em algumas das principais bolsas de valores do mundo.

Elaboração própria com base em informações das próprias instituições de bolsa.

A técnica e a norma do mundo financeiro, concentradas e difundidas a partir de países centrais, possibilitam um controle centralizado sobre esses mercados de capitais interligados ao redor do planeta. O mercado financeiro impõe assim sua ordem à economia como um todo. Variáveis macroeconômicas são consideradas de grande relevância para a modelagem de investimentos financeiros, especialmente naqueles países de menor estabilidade econômica. Por meio de racionalidades com alto teor ideológico, agentes do mercado estendem suas regras de funcionamento às economias nacionais e ao mercado de ações, servindo como um dos principais coletores e distribuidores dos capitais no território, criando um padrão concentrado de distribuição de investimentos. O território é assim *normado* (SANTOS, [1996] 2009c), conforme a dinâmica do mercado mundial de capitais concentra atividades, disciplina a economia e, através disso, regula o cotidiano econômico da sociedade: “o mundo se dá sobretudo como norma, ensejando a espacialização, em diversos pontos, dos seus vetores técnicos, informacionais, econômicos, sociais, políticos e culturais” (SANTOS, *op. cit.*, p. 337).

Por outro lado, se, como dissemos, a densidade da informação tende a concentrar as atividades financeiras — bem como os serviços financeiros —, podemos assim falar em uma densidade financeira, a qual é atrativa para esse mercado mundial de capitais. Afinal, não pode instalar-se senão junto a essas fontes inesgotáveis de material para os investidores — pelos fluxos de informação que abriga e pela concentração de serviços e de oportunidades de investimento — que são as metrópoles. Impõe-se, assim, um território *como norma*, que condiciona as atividades que, por mais virtualizadas, por mais informacionais e dispersas que sejam, são determinadas a se concentrarem nas grandes metrópoles, e lá centralizarem seu controle. Afinal, “para se tornar espaço, o Mundo depende das virtualidades do Lugar” (SANTOS, [1996] 2009c, p. 338). Decorre que é por meio desse par dialético entre *território normado* e *território como norma* que o mercado de capitais expande sua importância para a compreensão do território.

Nesse sentido, apontamos a bolsa de valores como importante elemento de estudos geográficos na medida em que permite a realocação dos diferentes capitais no território, valorizando e desvalorizando pontos, cidades ou regiões. Bolsas de valores, com sua capacidade de atração de investimentos, podem fortalecer a ascensão de grandes praças financeiras, concentrando nelas agentes econômicos que se beneficiem desse mercado por utilizar investimentos dele provenientes, mas também agentes que prestam serviços especializados a eles, tendendo a criar grandes centros financeiros dotados de serviços especializados, com alta densidade de informações e de fluxos financeiros — ou, nas palavras de Santos ([1996] 2009c), uma alta *densidade informacional*.

As bolsas de valores, sendo elas mesmas uma modalidade de serviço financeiro e de serviço informacional, ainda que se insiram em uma economia dita global, e ainda que baseadas em fluxos aparentemente etéreos e que podem virtualmente partir e chegar a qualquer lugar, enfrentam a força do território, que concentra serviços, empresas e atividades econômicas. Podem esses mercados, assim, reforçar tendências aglomerativas e promover tendências dispersoras, de acordo com a lógica com a qual se conformam e se configuram no espaço. O mercado acionário brasileiro que temos em tela é elemento importante desse mercado de capitais mundial e, assim, por meio da bolsa de valores brasileira, procuramos entender parte das dinâmicas ocorridas em função da financeirização da economia no território brasileiro.

1.2.2. A indissociabilidade entre a finança e a informação

A finança mundializada e em funcionamento permanente exige e gera uma carga substantiva de informação como subsídio e resultado de suas atividades. Investidores necessitam de informações para conhecer preços, movimentos, possibilidades e estatísticas e construir seus modelos, previsões e algoritmos. As negociações são, elas mesmas, fluxos de informação entre diferentes instituições que retransmitem as ordens dadas pelos investidores e empresas e geram, como resultado, dados sobre transações que podem ser reunidas em índices, selecionadas e analisadas, servindo, por sua vez, como subsídio para outras decisões de investimento.

Para melhor compreender o significado das informações, nos baseamos nas proposições de Silva (2001, p. 109-110), que distingue entre a informação estratégica e a banal. A informação banal é aquela produzida cotidianamente e seu uso é definido também pelas atividades cotidianas, englobando todo tipo de conteúdo informacional produzido pelas pessoas. Já a informação estratégica serve, em grande parte, a agentes hegemônicos, e é por eles reunida, já que não estando distribuída de maneira ubíqua, depende de recursos técnicos para seu acesso, seja pela capacidade de processamento ou de interpretação. É, assim, concentrada espacialmente, na medida em que a técnica encontra-se também concentrada. Isso permite a Santos ([1996] 2009c, p. 257) falar não só em uma densidade técnica — “dada pelos diversos graus de artifício” — como em uma densidade informacional — derivada da técnica e que “nos indica o grau de exterioridade do lugar e a realização de sua propensão a entrar em relação com outros lugares, privilegiando setores e atores”. A informação estratégica, por sua raridade, encontra-se densificada em determinados locais, notadamente as metrópoles, favorecendo sua relação com os demais lugares e potencializando privilégios de atores nelas presentes. É dessa informação estratégica que tratamos ao pensar nas informações que fomentam o mercado financeiro: são subsídios às decisões de reinvestimentos, acessíveis mediante diversos custos, que envolvem desde relações pessoais específicas, interações com agentes governamentais e diretores corporativos, até capacidade de processamento de operações matemáticas de previsões de retorno. Essas informações, na forma de dados, dicas, notícias ou suposições, podem ser ou não verdadeiras e conferir ou não maiores retornos.

Bolaños (1993, p. 53) também utiliza a ideia de que se constituem dois tipos básicos de informação, surgidos num movimento histórico que se inicia com uma “acumulação primitiva de conhecimento”. Uma ligada diretamente ao processo de produção de mercadorias, não sendo mercadoria ela própria, mas uma “comunicação direta, hierarquizada, cooperativa, objetiva e não mediatizada e, outra, que se agrega como mais insumo ao processo produtivo e que, controlada pelo corpo técnico e burocrático da empresa capitalista, é sempre, efetiva ou potencialmente, mercadoria”. O processo competitivo fetichiza essa segunda forma de informação, induzindo à própria noção de uma “sociedade da informação”, ou uma “economia da informação”.

Ramonet (1995) comenta que “o mais frequente, contudo, é que os mercados funcionem, por assim dizer, às cegas, integrando parâmetros tomados de empréstimo à bruxaria ou à psicologia barata, como: a economia do boato, a análise de comportamentos gregários e inclusive estudos de comportamentos miméticos”. Martins (2008), por exemplo, aprofunda-se no papel do boato²⁵ nos mercados financeiros, que através da produção de notícias especulativas direciona compras e vendas. É importante, conforme o autor, que a informação não seja conhecida de todos, pois se o for logo será incorporada nos preços do dia e, assim, perderá seu valor estratégico. É a exclusividade que define, portanto, o valor estratégico desse tipo de informação, e “a antecipação da informação tem um valor monetário”, proveniente da especulação. E assim podemos considerar que a informação que serve ao mercado, ainda que se origine como uma informação banal e mesmo que não seja coerente com a realidade, é também uma informação estratégica, na medida em que seu valor advém, justamente, da dificuldade de acesso e da raridade de sua obtenção.

Pasti e Silva (2010, p. 13) elaboram uma tipologia da informação de suporte ao mercado de capitais. Os autores elencam os seguintes tipos de informação: (i) boletins e análises de mercado; (ii) análises técnicas; (iii) classificação (*rate*); (iv) índices; (v)

²⁵ Segundo Martins (2008, p. 184), os principais agentes do fenômeno do boato no mercado financeiro são os agentes financeiros que se utilizam de diversas fontes para divulgar previsões, com opiniões que podem ou não coincidir com suas convicções de acordo com a função que cumprem, muitas vezes tendo a intenção única de maximizar as carteiras de investimentos. Estando em geral ligados a corretoras, ou ainda a grandes bancos e conglomerados, concebem e refletem as opiniões e recomendações dos bancos de investimentos e agências de classificação de riscos, bem como aconselhamentos externos. O ambiente de escassez de informações, assim, tende a aumentar a proliferação dos boatos.

informações de setores e empresas; (vi) notícias políticas; (vii) informações privilegiadas. Esse quadro estabelecido define e qualifica os diferentes tipos através, principalmente, da produção e do uso que se faz dessas informações, enfatizando aquelas que se produzem na esfera privada ou pública. Baseamo-nos nessa divisão para elaborar também uma tipologia, baseada na qualidade da informação, ou seja, no tipo de informação que é produzida, e que engloba os tipos já identificados pelos autores citados. Nossa intenção é apontar que os diferentes agentes se atêm a determinadas qualidades de informação em suas atividades.

Quadro 1. Tipologia das informações financeiras para o mercado de capitais.

Tipo	Qualidade	Âmbito de produção	Propagação
Dados empresariais	Numérica bruta	Companhias abertas	Relatórios periódicos
Dados de negociação	Numérica bruta	Operadores de mercado (bolsa e bancos)	Sinal direto, relatórios diários
Índices e gráficos	Numérica elaborada	Instituições financeiras em geral (bancos, empresas, corretoras, bolsa)	Relatórios, <i>softwares</i>
Análises e avaliações	Textual	Analistas financeiros, corretoras, bancos e demais agentes de investimento	Relatórios e artigos (gratuitos ou pagos)
Notícias econômicas	Textual	Mídia geral e especializada	Jornais, televisão, revistas, portais, <i>blogs</i>
Boatos	Textual ou verbal	Investidores, analistas	<i>Internet</i> (fóruns, <i>blogs</i> , mensagens), conversas

Elaboração própria.

Podemos apontar, assim, que há um ciclo constante de produção de informações pelo mercado de capitais. Dados de negociação são gerados pelas transações que, por sua vez, embasam a produção de índices e gráficos sobre o mercado que, em conjunto com os dados empresariais e as notícias econômicas, geram análises e avaliações. As notícias,

análises e boatos ajudam a determinar as transações a serem realizadas que, finalmente, gerarão novas informações. As informações são transmitidas de um agente a outro tanto por relatórios, privados ou públicos, que divulgam dados numéricos e/ou análises de dados financeiros e que permitem a análise das decisões a serem tomadas. Além disso, informações que embasam o mercado, tais como as notícias econômicas e os boatos, são transmitidas tanto pelo meio impresso, através de jornais e revistas, como pelo meio digital (a *internet* ou a televisão), e por conversas presenciais ou por telefone.

O próprio mercado financeiro baseia suas teorias na informação estratégica, considerando sua gestão imprescindível para o equilíbrio das negociações. A hipótese dos mercados eficientes, originada na teoria das finanças, passou a embasar estudos de mercado em relação ao comportamento de títulos financeiros especialmente após a década de 1970 (SARNO, 2006, p. 28). A hipótese se baseia no conceito de eficiência²⁶ do economista Vilfredo Pareto e se consolidou no trabalho de Eugene Fama (1970). Para um equilíbrio no mercado, a alocação da informação deveria se dar de maneira eficiente com respeito a sua disponibilidade e utilização. Em outras palavras, se uma informação relevante estiver disponível para todos os participantes do mercado e se os preços de ativos responderem rapidamente a essa informação, haverá um equilíbrio nas ofertas de compra e venda, e um preço justo seria atingido. Isso embasa a ideia de uma constante fiscalização do uso da informação pelos mercados, evitando, por exemplo, o *moral hazard*²⁷, e exigindo uma regulação de sua disseminação em prol de um mercado amplamente informado e, portanto, em teoria mais equilibrado. Para isso alcançar a realidade, no entanto, Sarno (2006, p. 31) aponta que seria necessário supor um comportamento racional e uma

²⁶ Segundo essa hipótese, o sistema financeiro em equilíbrio teria um vetor de preços que equilibraria a oferta e a demanda de bens maximizando o bem-estar social, de maneira em que em determinado ponto não seria possível melhorar o bem-estar de um indivíduo sem reduzir o do outro. Na transposição para o mercado de ativos, utiliza-se não fatores de produção, mas a informação como recurso que limita a função-utilidade.

²⁷ Conforme Gomes (2009, p. 23), o *moral hazard*, ou risco moral, “é a possibilidade de um agente envolvido em uma transação adotar um comportamento pós-contratual que cause dano à outra parte da transação, tirando-se proveito de informação privilegiada”.

eficiência da arbitragem das negociações²⁸, ambos elementos que compõem o discurso de diversas instituições financeiras da atualidade²⁹.

O peso da informação enquanto atividade econômica leva à elaboração do conceito “economia da informação” que, conforme Malin (1994, p. 12) foi utilizado inicialmente por Marc Porat, em 1976, para referir-se, de maneira pragmática e empírica, às atividades econômicas que se dedicam de alguma forma ao comércio da informação. Conforme a autora, inaugura-se nesse contexto a concepção de políticas de Estado em termos de informação, com temas como a burocracia e a privacidade logo ganhando extrema relevância, na medida em que a informação, ao ganhar o estatuto de um recurso econômico para muitas atividades, adquire valor estratégico e passa a merecer uma atenção regulatória específica.

O geógrafo sueco Torsten Hägerstrand ([1953] 1967), ao analisar a difusão de inovações no espaço, nos introduz ao conceito de campo de informação. Para o autor, cada agente na cidade possui um determinado campo de alcance da informação, por meio do qual recebe e emite informações e, assim, pode agir informado, aumentando a eficácia de sua ação. As metrópoles, que possuem maior quantidade e diversidade de fontes de informação, ampliam em muito esse campo de informação. Concentram essa possibilidade de informar-se e concentram também os agentes produtores dessa

²⁸ Diversas críticas a essa teoria se apresentam. A Teoria das Finanças Comportamentais, por exemplo, questiona a falibilidade humana nos mercados competitivos (SCHLEIFFER, 2000)²⁸, ressaltando que pode não haver uma correta utilização das informações por mais que estejam disponíveis, fazendo com que os preços não reflitam esses fundamentos. Essa utilização incorreta contaria com comportamentos como o excesso de confiança e a tendência à racionalização de eventos aleatórios. Os investidores em geral “consideram um histórico recente e perguntam que situação mais ampla poderia representar, tendendo assim a extrapolar histórias passadas recentes para um futuro distante” (SCHLEIFFER, *op. cit.*, p. 32). Também emoções coletivas e a obediência a autoridades executivas (como os “gurus”) são citadas como elementos de desvio de informações. A arbitragem, igualmente, ao ser composta também por agentes de mercado, padece desses elementos comportamentais que impedem sua completa eficiência.

²⁹ A escola neo-keynesiana, no entanto, questiona a assimetria de informações, levantando a hipótese de que não seja possível que todos os agentes tenham acesso pleno às informações relevantes (SARNO, 2006, p. 34). Essa assimetria faz com que um dos lados da transação detenha informações desconhecidas do outro, portanto não estando corretamente disseminadas. Novos investidores, por exemplo, têm dificuldade em avaliar a situação real da companhia para distinguir uma sobrevalorização, e a capacidade de avaliar é muito mais presente nos administradores da empresa e pessoas com acesso a eles (o chamado problema da agência).

informação, ou seja, emissores e receptores, que usufruem de informações para logo em seguida gerar outras.

Conforme Contel (2011), segundo a teoria de Hägerstrand, um indivíduo tende a aceitar mais uma inovação quanto maior o contato com outros que a aceitem. Um campo de informação privada em um dado período seria, então, a seleção limitada de outras pessoas com as quais se tem contato frequente. Se uma inovação só pode ser bem aceita se a pessoa estiver informada sobre ela, é por isso preciso que a informação faça parte do cotidiano. É por conta dessa possibilidade de cotidianização das informações financeiras que o mundo financeiro impõe-se sobretudo nas metrópoles, densas em fluxos informacionais, dos quais grandes corporações que lá residam podem usufruir tanto na colocação em prática de decisões estratégicas, quanto na própria construção do ideário econômico que as sustenta. Da mesma forma, esse mundo financeiro apresenta a necessidade de estar presente no cotidiano, enxertando fluxos informacionais relativos às suas dinâmicas nas diversas instâncias comunicativas da vida social, de forma a justificar seu tamanho na economia de um país (e a amenizar suas contradições).

Considerando o peso da informação para o processo de urbanização, Tornqvist (1968, p. 101) considera que

uma força motora essencial no processo de urbanização — e nesse caso primariamente a concentração de certas atividades em grandes regiões urbanas — é a necessidade por contatos e por troca de informação entre funções operacionais crescentemente especializadas na comunidade.

O autor defende que, ainda que muitos dos contatos de natureza rotineira possam ser mantidos por telecomunicações e correspondência, existe evidência suficiente de que os contatos mais importantes não podem ser mantidos com uma eficiência adequada, demandando contatos pessoais diretos. Executivos despendem grande esforço para recolher informações econômicas, técnicas e políticas, um esforço que dificilmente pode ser medido, mas que são muito mais atribuídas ao contato face-a-face entre indivíduos. Tornqvist (p. 106) opõe dois tipos de atividade administrativa. Uma delas responde a dificuldades causadas pelas variações e mudanças aleatórias — são as decisões programadas. Esse tipo de atividade pode ser automatizada. O outro tipo, no entanto, diz respeito aos problemas empresariais em um ambiente cuja estrutura está em constante mudança, se tratando de decisões não programadas. O segundo tipo torna-se o tipo mais

importante de administração, e com isso a mecanização dessa parte da administração de empresas parece cada vez mais difícil. Assim, a informação tende a seguir concentrada em regiões de grande urbanização, ainda que a produção e mesmo o gerenciamento de atividades rotineiras possam ser realocados para a periferia.

Os fluxos de informação, dessa forma, “são responsáveis pelas novas hierarquias e polarizações e substituem os fluxos de matéria como organizadores dos sistemas urbanos e da dinâmica espacial” (SANTOS, [1994] 2008, p. 50). A concentração espacial dessas informações e das técnicas a elas relacionadas, como já mencionado, leva também a uma concentração espacial das atividades financeiras, pois diversos serviços especializados que servem à movimentação financeira têm como “matéria-prima” estas informações. Concentradas, as atividades financeiras são assim capazes de atribuir valores ao espaço, dotando pequenos pontos das metrópoles do controle de porções de capital que circulam sobre o território.

O que observamos, finalmente, é um reforço ao processo de metropolização. Ao contrário de permitir uma maior dispersão das atividades pelo território, a concentração de possibilidades econômicas oferecidas pela metrópole serve como fator de aglomeração daqueles agentes que buscam estar mais alinhados aos padrões e bem posicionados para receber fluxos globais. Alan Pred (1979), ao propor a ideia dos “sistemas de cidades” indicava que o processo de crescimento desses sistemas é realimentado com uma tendência espacial que leva à perpetuação do crescimento de emprego e população nas metrópoles, que passam a dominar os sistemas de cidades nacionais ou regionais. Essa metropolização tende, assim, a se aprofundar e reproduzir conforme é alimentada ainda mais fortemente pelas dinâmicas corporativas. A informação financeira de que tratamos torna-se um elemento preponderante nesse processo, uma vez que, como demonstra o autor, esse tipo de informação já tinha uma tendência concentradora desde a era pré-telegráfica, estando disponível mais prontamente em cidades maiores a nível nacional.

Veltz (1999, p. 25) opõe dois modelos de economia territorial, um taylorista relativo aos anos 1950 e 1970, no qual os centros e as periferias se opunham mas permaneciam fortemente unidos por meio de mecanismos de interdependência; e um modelo de divisão — e, inclusive, exclusão — no espaço globalizado dos anos 1980-1990, no qual as solidariedades geográficas se tornam mais frágeis e o crescimento dos polos se nutre da relação com outros polos mais do que as tradicionais relações verticais com as periferias. Benko (2002) constata, nesse mesmo sentido, uma “metropolização” da

economia mundial É nesse mesmo sentido que Santos ([1996] 2009c) nos fala sobre a solidariedade organizacional que passa a sobrepor-se a outras formas de relações, unindo centros de comando, num acontecer conjunto que se antepõe mesmo a relações de proximidade e complementaridade entre cidades. As metrópoles, assim, constituem parte de redes globais de controle e poder e reforçam seu papel enquanto concentram recursos. Embora atividades não cessem nos subcentros e cidades de segundo escalão, tais atividades encontram-se crescentemente subordinadas àquelas atividades metropolitanas, especialmente no que se refere ao comando, com um movimento de multiplicação e migração de sedes ocorrendo em direção aos centros metropolitanos.

1.3. A consolidação do mercado de capitais nos centros financeiros

1.3.1. A aglomeração nas grandes metrópoles

Redes de negociações financeiras, por sua vez baseadas nas redes de informações, são fortemente hierarquizadas. Conforme Raffestin ([1980] 1993), nas redes formam-se nodosidades, que se tornam lugares de poder e referência. De tais “nós” emanam ideias e ações que se efetivam nos demais pontos da rede. A partir disso, podemos falar no surgimento, em tais pontos nodais, de centralidades, associadas a uma marginalidade daqueles pontos que são submetidos às ações de comando. No caso das transações financeiras, surgem centros dos quais parte o controle dos fluxos de investimentos ao redor do planeta, e para onde convergem os retornos. As metrópoles assumem o papel dessa centralidade do comando financeiro, e é para elas que as formas de dinheiro “correm” todas as noites, pois nelas as informações são “instantaneamente recolhidas por centros de inteligência bancária que, cada dia, permitem que sejam tomadas as grandes decisões financeiras, até mesmo as de realocização seletiva dos dinheiros” (SANTOS, [1996] 2009c, p. 134). Labasse (1955, p. 26), em seu estudo sobre o espaço financeiro, já visualizava essa dinâmica ao concluir que “a circulação de capitais se organiza num sentido único, em detrimento das províncias e em favor das metrópoles, em um movimento aparentemente irreversível”. Surgem, assim, centros financeiros que se tornam pontos de controle e de intermediação para o mercado financeiro internacional, por meio da recepção e retransmissão de seus fluxos de informação e de capitais.

Os chamados centros financeiros têm uma longa história de conformação e uma tendência à sua própria manutenção. Segundo Porteous (1999), atividades localizadas nos grandes centros financeiros contam com vantagens atrativas como externalidades, serviços especializados de intermediação, fatores socioinstitucionais e culturais e estruturas regulatórias mais permissivas. Embora a conformação de um centro financeiro possa ter se dado por diversos fatores históricos, sua continuidade é garantida pela já existência de facilidades de mercado, sendo centrais aquelas relacionadas à informação, que está mais disponível — e em melhor qualidade — nos centros já existentes.

À descentralização das atividades do setor secundário nas décadas de 1960 e 1970, Kon (1999, p. 52) atribui uma concentração de serviços às empresas, que se elevou consideravelmente a partir do desvio de enormes somas de recursos para esse setor advindo da recessão desse período. A descentralização, segundo a autora, caracterizou-se pela separação espacial entre os escritórios administrativos centrais e as plantas produtivas ramificadas, com reorganização interna de funções, em uma nova divisão espacial do trabalho. Os setores de serviços às empresas e, destacados, de serviços às empresas financeiras, se concentram induzindo a criação de grandes centros de negócios, que dominam as praças financeiras de seus países, configurando centros financeiros de grande potência.

A informação se apresenta como um fator de grande relevância na atratividade dessas praças financeiras localizadas nas metrópoles, que as eleva à condição de centro financeiro do qual emanam fluxos nacionais e internacionais. Nesse sentido, Porteous (1999), além dos fatores já elencados para a explicação da formação e manutenção dos centros financeiros, destaca o papel da informação e das ligações inter-regionais, propondo a existência de uma hinterlândia informacional, “espaço ou região para o qual um determinado centro financeiro fornece o melhor ponto de acesso para a exploração lucrativa de fluxos informacionais valiosos” (PORTEOUS, *op. cit.*, p. 105). O melhor acesso entre o núcleo urbano e sua hinterlândia informacional seria influenciado, segundo o autor, por critérios “naturais ou humanos”, entre os quais se destacam as redes de transporte. O valor dos fluxos informacionais seria função do tipo de atividade na hinterlândia, e estaria ligado aos padrões de exploração de recursos e ao desenvolvimento dos setores secundário e terciário. Finalmente, o critério para o potencial de exploração lucrativa é importante: deve haver infraestrutura financeira suficiente para oportunidades de troca. Além disso, o centro financeiro não seria apenas um *gateway* para sua hinterlândia (PORTEOUS, *op. cit.*, p. 106), mas também um ponto de conexão entre diferentes hinterlândias. Ligações internacionais são particularmente importantes para alavancar o papel financeiro dos centros. Haveria, para o autor, uma decadência da informação padronizada conforme a distância; e o ponto de ligação se desenvolveria como função das hinterlândias informacionais de diferentes centros em um país. Porteous (*idem*) ainda afirma que as pesquisas em centros financeiros têm apontado duas principais teorias para sua explicação: a assimetria informacional e processos *path-dependent*, ou seja, causalidades históricas que têm consequências cumulativas.

Laulajainen (2005, p. 332), em linha de raciocínio semelhante, vê na habilidade de “coletar, rearranjar e interpretar informação” a característica mais persistente de um centro financeiro internacional. Essa coleta de informações dependeria amplamente de fatores externos, como os meios de transporte e comunicação disponíveis, enquanto a capacidade de interpretação e rearranjo, em contraste, dependeria do centro. Tais tarefas são facilitadas pela possibilidade do contato face-a-face, justificando a aglomeração em tais centros. A eletrônica funciona, assim, de forma suplementar ao contato face-a-face, substituindo algumas de suas necessidades, mas “sem poder destroná-la”. Um outro fator para concentração apontado pelo autor é a liquidez. Enquanto uma corretora precisa estar próxima dos clientes, os investidores preferem se localizar onde as informações fluem livremente, implicando uma centralização de toda a estrutura.

Na opinião de Sassen (2010, p. 455), centros financeiros se renovam pela facilitação da circulação de inovações e pela produção de novos critérios de risco, pois são âmbitos de socialização para empresas e autoridades; pela garantia do funcionamento das normas e padrões globais pertinentes; e pelo caráter nacional que atingem. Dicken (2010, p. 431), por sua vez, delimita quatro processos que causariam atrações para a localização nos centros financeiros internacionais: (i) características das organizações comerciais envolvidas nos centros; (ii) a diversidade dos mercados; (iii) a cultura dos centros; (iv) as economias de escala externas e dinâmicas. Em decorrência disso, um pequeno número de cidades controla quase todas as transações financeiras do mundo, que o autor chama de pontos de controle do sistema econômico global. Embora unidos por essa característica, cada centro teria características distintas que refletem sua história e geografia específicas.

Seguindo a ideia do risco, Veltz (1999, p. 227) aponta também que, num contexto de incerteza, os tecidos metropolitanos se beneficiam de vantagens consideráveis. Empresas que venham a se estabelecer nas metrópoles podem ter acesso a mercados de trabalho e serviços mais amplos, assim como clientela mais numerosa e diversa, e melhores infraestruturas. A atração metropolitana para empresas se basearia, assim, menos em benefícios diretos da grande cidade do que sobre a busca de garantias de um futuro relativamente indefinido. Seria a perspectiva de expansão e sobrevivência futura que alimentaria esse reforço às metrópoles. Isso se dá ainda mais intensamente em setores que se utilizam de técnicas avançadas de informação — que é o caso das empresas que atuam no setor financeiro —, uma vez que dependem de uma flexibilidade e atualização constante de suas atividades, só propiciadas no caso em que possam se beneficiar de um

entrecruzamento constante de fluxos e uma proximidade grande dos demais agentes do mercado financeiro em que participam.

A partir disso, Dicken (2010, p. 391) nos mostra a existência de diversos centros financeiros internacionais no período atual. A elaboração de uma classificação unificada de centros financeiros resultaria complicada, uma vez que fatores com pesos diversos devem ser considerados para a ordenação de tais centros, e há uma rápida dinâmica de ascensão e queda de importância de serviços, empresas e instituições. É incontestável, no entanto, a existência de dois centros preponderantes na finança mundializada: Nova York e Londres. Ambas as metrópoles contam com a imensa maioria das instituições relacionadas às finanças e com grandes volumes de transações, sendo assim os lugares mais responsáveis pelo estabelecimento de normas a serem adotadas nos demais mercados do mundo. É também possível considerar a existência de outros centros financeiros primários, sendo o maior exemplo Tóquio, que aparece como grande centralidade regional asiática e, embora tal centro não tenha o mesmo caráter global que os outros dois, torna-se bastante relevante para as economias localizadas na região do Pacífico, tendo inclusive influência sobre o oeste estadunidense. Diversos outros centros secundários estão localizados principalmente em países centrais, a exemplo de Paris, Berlim e Chicago. Também começariam a figurar, segundo o autor, centros em países considerados “em desenvolvimento”, como Beijing, Nanjing, Nova Delhi e São Paulo.

É interessante estabelecer um paralelo com o tratamento que Laulajainen (2005, p. 207) dá para as bolsas de valores. Conforme o autor, que aponta para o caráter competitivo dessas instituições, as bolsas de Nova York, Londres e Tóquio, respectivamente representadas pelas siglas NYSE, LSE e TSE, dominam o mercado internacional de ações em suas respectivas zonas temporais, e sua combinação domina o mercado mundial. A NYSE domina o mercado latino-americano, com tal extensão que chegou a atrofiar por um tempo algumas das bolsas nacionais após haver uma transferência de liquidez para o mercado novaiorquino, como abordaremos no capítulo 3. O mapa a seguir permite observar os valores negociados em ações pertencentes a cada país na bolsa de Nova York, um demonstrativo da internacionalização desse mercado e da convergência de vários dos ativos nacionais para essa bolsa, em especial com países da América Latina e da Europa Ocidental. Além disso, muitos títulos estadunidenses e asiáticos se encontram na bolsa de Londres e muitos títulos ingleses, alemães e estadunidenses se encontram em Tóquio, demonstrando a intensa troca financeira entre esses principais centros. Para

Langdale (1985, p. 4), essa expansão geográfica das operações reflete o desejo das instituições financeiras de adquirir informação sobre oportunidades de investimento em outros lugares. Para isso, controlam redes de escritórios nos principais centros internacionais para comunicação de dados, usufruindo dos fluxos de informação e dos serviços financeiros de caráter global encontrados nas grandes metrópoles.

Mapa 1. Valores negociados em ações por país na bolsa de Nova York (2000)

Fonte: Laulajainen (2005, p. 209)

Importante ressaltar que, conforme observação de Wójcik (2009b, p. 1506), embora centros de mercados acionários (*stock market centers*) não sejam condição para a existência de um centro financeiro, funcionam agregando intermediários, sedes empresariais de companhias que emitem títulos e investidores institucionais, e são bloco de construção para maiores centros financeiros (já que emissores lá sediados geram demanda por serviços financeiros, bem como intermediários e investidores institucionais para atender a demanda). Segundo o autor: (i) emissores sediados nesses centros geram demanda por todo tipo de serviços financeiros; (ii) intermediários do mercado de ações, incluindo bancos de investimento, têm *expertise* para atender essa demanda; (iii)

investidores institucionais, como fundos de pensão, representam os maiores agregados de dinheiro no mundo.

Sassen (2005, p. 25) e Wójcik (2009b, p. 1506) citam a competição entre os centros financeiros, apontando que São Paulo, assim como Toronto, Sydney e Mumbai, ganharam batalhas domésticas pela primazia financeira e se tornaram centros acionários em seus países. Wójcik (*idem*) questiona, no entanto, se uma bolsa de valores é ingrediente necessário para um centro de mercado acionário de sucesso, pois dado o fim das trocas físicas, caso a bolsa fosse definida meramente como “companhia focada exclusivamente em prover servidores de computador e *software* para negócios”, esse papel seria questionado. É por isso que sustentamos, aqui, que a bolsa como instituição isolada não determina a existência de uma praça financeira de grande porte, mas sim sua participação bastante significativa como um serviço financeiro avançado em meio à aglomeração de outros tantos, que definem, assim, uma concentração de serviços financeiros atrativa para sedes empresariais de todos os tipos (empresas de comércio, indústrias, negócios, serviços etc.).

Para Sassen (2006, p. 26), a continuidade da aglomeração espacial envolve não apenas razões urbanas internas às metrópoles, mas três fatores que se relacionam com as técnicas, a regulação e a divisão territorial do trabalho. Primeiramente, a conectividade social advinda da proximidade física é indispensável, mesmo com novas tecnologias permitindo a comunicação remota. Isso porque algumas das informações mais valiosas, como já explicamos, não são obtidas por um conhecimento padrão e ubiquamente distribuído, mas por um processo de interpretação, avaliação e julgamento cujo acesso não é global nem imediato, requerendo uma complicada mistura de elementos para os quais a relação presencial é, ainda, fundamental.

Em segundo lugar, em um cenário de fusões e alianças transfronteiras, a autora observa que os vários centros não competem entre si, mas colaboram em uma extensa divisão do trabalho. Finalmente, estão inseridos em um território, cujas elites e agendas desnacionalizadas contribuem para essa cooperação, na medida em que identidades nacionais tornam-se fracas para empresários e companhias que buscam maiores lucros e retornos para seus investimentos. Participantes do mercado fornecem apoio político a propostas que envolvem a desregulação e a privatização, além de aderirem a dinâmicas internacionais como a listagem em bolsas estrangeiras, adotando uma série de procedimentos que se afastam do fortalecimento nacional em direção a um fortalecimento

corporativo. Esses fatores são importantes para compreendermos a hierarquização e complementaridade formada a partir dessa divisão territorial do trabalho, que não pode ser explicada como competição entre praças financeiras, senão como uma complementaridade.

Apontamos que os fluxos financeiros e informacionais, trabalhados no capítulo 1.2, se dão de maneira altamente concentrada na rede urbana, em direção aos centros financeiros. Seguindo a análise de Correa (2006), entendemos a rede urbana como um conjunto de centros urbanos funcionalmente articulados entre si, reflexo de uma divisão territorial do trabalho e das vantagens locacionais diferenciadas que criam hierarquias e especializações. Na rede urbana formam-se centros de acumulação de capital na forma de investimentos e de emissão de decisões de realocação desse capital. Essas decisões, muitas vezes conectadas a grandes conglomerados multinacionais, conectam-se fortemente com grandes metrópoles em países centrais através da participação nos mercados internacionais. Por isso, conforme Correa (*op. cit.*) também aponta, podemos pensar na extensão de uma ampla rede urbana a partir dos países subdesenvolvidos que seguem uma hierarquia com sede em países centrais.

Os serviços para a produção (*producer services*), conforme Daniels (1991, p. 136), cresceram rapidamente em resposta a uma crescente demanda por publicidade, *marketing*, consultoria em gestão, serviços financeiros e assistência informática. Esses serviços são oferecidos tanto através de organizações quanto no mercado aberto, e precisam, assim, fazer decisões locacionais com base em sua clientela potencial. Essas decisões, diz o autor, tendem a favorecer as grandes e complexas economias metropolitanas à custa de cidades menores, mais velhas ou periféricas. Assim, nos países centrais, aponta uma atração por novos serviços para a produção nas capitais ou maiores metrópoles de cada país, processo que aumenta o dualismo das economias espaciais dos Estados com estruturas altamente centralizadas política e institucionalmente³⁰. Ao mesmo tempo, há indicações de que as

³⁰ Martinelli (1991, p. 74) sugere que a atual geografia da produção de serviços confere vantagens a regiões ou países regiões industrializados que podem se apropriar de grande parte do valor agregado nos serviços. Enquanto isso, regiões periféricas são deixadas com os segmentos de menor valor agregado, e uma nova divisão do trabalho emerge: “no nível menor e mais espacialmente disperso da hierarquia geralmente são encontradas operações materiais mais ou menos padronizadas, enquanto os tipos de produção mais avançados e inovativos, assim como todas as funções de estratégia e tomada de decisão tendem a concentrar-se nos ‘nós’ superiores da hierarquia”.

telecomunicações permitem adotar localizações menos centrais para algumas atividades, mas, a despeito disso, a maioria das operações *back office*³¹ de grandes companhias continua sendo instalada nas maiores áreas metropolitanas.

Finalmente, conforme Sassen (2005, p. 23), ainda que possamos dizer que houve certa descentralização geográfica a nível internacional de alguns tipos de atividades financeiras, com muitos bancos de investimento, por exemplo, tendo operações em mais países do que anos atrás, ao considerarmos a rede urbana, evidencia-se uma extensão da concentração locacional, com as maiores firmas pagando o que for necessário para estarem nos maiores centros. Grandes parcelas dos mercados se concentram desproporcionalmente nesses poucos centros. Por outro lado, esse padrão de consolidação dos centros financeiros líderes em seus países se dá em função do crescimento desproporcional do setor, não significando uma necessária decadência nas cidades perdedoras. Pontuamos que é necessário esclarecer de que aprofundamento das metrópoles se está falando, pois se por um lado uma centralização institucional do poder financeiro nas metrópoles é facilmente constatável empiricamente, isso não significa uma redução da atividade ou da influência financeira no restante da rede urbana. Ocorre mesmo o oposto, com o crescimento do nexo financeiro presidindo muitas das relações econômicas do território.

Embora possamos falar de uma financeirização no território como um todo, é nos centros financeiros que o mercado financeiro “se realiza”, e deles emanam não apenas fluxos financeiros e informacionais hegemônicos, mas também a ideologia hegemônica, a qual rege o funcionamento dos demais centros. Dizemos, com Santos (1994), que quem impõe racionalidade às redes é o Mundo (constituído em mercado universal e governos mundiais). O neoliberalismo e a democracia de mercado são os braços dessa globalização, e para essa democracia de mercado, o território é suporte das redes que transportam regras e normas. Disso resulta um conflito entre o espaço local (espaço vivido) e um espaço global (processo globalizador e ideológico distante) — uma contraposição entre o território todo e algumas de suas partes (as redes).

³¹ Atividades corporativas como a informática e a contabilidade que, associadas aos setores administrativos da empresa, podem ser realizadas quase exclusivamente dentro dos escritórios, prescindindo, por exemplo, do contato com os clientes. Contrapõe-se aos serviços ditos de *front office*, que exigem maior contato com clientes, por exemplo a oferta de produtos e negociações.

1.3.2. A drenagem de capitais por meio das bolsas de valores

Nos centros financeiros, as bolsas de valores se inserem enquanto fixos geográficos que colaboram para a aglomeração de serviços financeiros que orbitam suas atividades. Como já levantamos com Wójcik (2009b, p. 1506), as bolsas funcionam como blocos de construção desses centros financeiros e, portanto, sua dinâmica é bastante representativa da dinâmica de tais centros. A centralização de capitais é promovida pelas bolsas de valores captando investimentos dispersos pelo território e reunindo-os em um lugar a partir do qual companhias que usufruam de seus serviços possam acessá-los, aumentando suas possibilidades através de créditos obtidos dos investidores ou distribuindo parcelas de sua propriedade em troca de uma maior capitalização.

O processo que abordaremos nesse trabalho, que envolve a *centralização do mercado de capitais* e a conformação de bolsas de valores bastante fortalecidas institucionalmente, porém em número reduzido e ocupando apenas algumas poucas metrópoles, relaciona-se com a própria formação e dinâmica dos centros financeiros. O estabelecimento da bolsa de valores em um centro financeiro intensifica seu poder atrativo de sedes corporativas, sendo este um serviço financeiro avançado de grande procura por aqueles que desejam utilizar-se de determinadas formas de financiamento. Impõe-se, como nos referimos anteriormente, o território normado, em que o estabelecimento de uma instituição na metrópole, devido às diversas razões que envolvem decisões estatais e corporativas, condiciona a concentração de determinados serviços e empresas no território. Por outro lado, o fortalecimento dos centros financeiros é elemento fundamental para a sobrevivência de uma bolsa de valores de ambições globais, já que a necessidade de se adotar padrões internacionais de informação e utilizar-se de técnicas avançadas só pode ser suprida naqueles lugares onde o meio técnico-científico-informacional encontra-se plenamente desenvolvido e onde a densidade informacional permite um fluxo intenso e internacionalizado de dados e transações. Impõe-se, dessa forma, o território como norma, determinando a migração e consolidação das bolsas de valores nesses grandes centros, e dificultando a permanência das bolsas em lugares distantes.

Presenciamos, assim, uma tendência à centralização do mercado de capitais conforme as instituições financeiras expandem geograficamente sua área de atuação, buscando ter estrutura suficiente para não apenas abranger todo o mercado nacional, mas

também participar do mercado internacional. Bolsas do mundo todo vêm seguindo essa tendência, ao mesmo tempo centralizando o controle de seus mercados de capitais em uma única metrópole do país e expandindo sua atuação de forma a participar do mercado internacional de capitais.

O processo de centralização do mercado de capitais, ao passo que reúne as atividades financeiras em localidades cada vez mais densificadas de informação, atrai assim os capitais disponíveis para investimento, realizando uma drenagem de capitais no território, canalizando-os para aqueles agentes econômicos que usufruem da proximidade da praça financeira em torno da qual houve o processo de centralização. O processo de atração de capitais é especialmente impulsionado pelas bolsas de valores, com as sedes empresariais tendendo a localizar-se próximas a esse serviço financeiro, assim como os principais investidores. Assim, para Cadena (1980, p. 1692),

a bolsa é um instrumento de concentração porque, através dela, os grupos monopolistas financeiros reúnem os recursos necessários tanto para especular (acelerando a concentração dos recursos monetários dispersos) como para ampliar a capacidade econômica que lhes permite comprar ações de outras empresas e, dessa maneira, ampliar seu poder de controle da economia global do país.

O processo de centralização do mercado brasileiro do qual trataremos, portanto, não é um caso isolado, sendo fruto de uma conjunção das razões históricas, econômicas e geográficas próprias de sua formação socioespacial e de um circuito global de capitais que impulsiona tal movimento não apenas no Brasil, mas em diversos outros países. O processo, embora encontre seu momento de maior visibilidade no final do século XX, já apresentava seu potencial desde muito tempo. Hilferding ([1910] 1985, p. 143) já dava conta da tendência das bolsas de valores provincianas a darem lugar a bolsas maiores localizadas em grandes metrópoles, apontando que “todos os negócios bancários e bursáteis estão crescentemente concentrados no centro principal da vida econômica, na cidade capital, enquanto as bolsas provincianas estão se tornando progressivamente menos importantes”, exemplificando com o caso da bolsa de Berlim, que ultrapassava todas em importância. A tendência é concentrar as transações o máximo possível em um único mercado, porque um elemento essencial no funcionamento de um mercado de ações — que, de acordo com o autor, é um embasamento para o capital industrial através de sua transformação em capital fictício — é o tamanho do mercado. O caráter monetário

depende da possibilidade de vender ações e obrigações a qualquer hora, sem perdas substanciais, e essa flexibilidade é melhor encontrada pelas instituições financeiras nas grandes metrópoles, onde estão disponíveis os recursos técnicos e os serviços empresariais mais avançados.

Wójcik (2009b, p. 1503) expõe que, durante muito tempo, especialmente no século XIX, houve diversas organizações de bolsas locais e regionais. Os Estados Unidos, por exemplo, chegaram a ter centenas de bolsas de valores, e a Europa dezenas em cada país. Cada grande cidade, até o início do século XX, tinha uma bolsa, onde investidores locais negociavam ativos de companhias locais. A popularização do telégrafo e do telefone, assim como o surgimento das grandes corporações, fez dizimar essas bolsas regionais e locais, com formação das grandes bolsas nacionais, com índices e sistemas de compensação e liquidação. Assim, o autor aponta que de 1900 a 1914 houve crescimento das transações transfronteiriças de ações. Esse “mundo” de bolsas nacionais e monopolísticas começou a ruir no fim dos anos 1970 e, desde então, houve uma gradual globalização dos mercados de ações, com desregulação e grande crescimento quantitativo e qualitativo dos investidores institucionais e fundos de pensão, que começaram a demandar meios de diversificar suas carteiras internacionais.

A questão sobre a centralização do mercado de capitais é polêmica e discussões sobre ela já foram realizadas no âmbito da geografia econômica, explorando formas de, contrariando a tendência globalizante de unificação de bolsas de valores em poucas e gigantescas unidades, desenvolver mercados de capitais regionais, com bolsas de valores que atendam empresas de determinado lugar e permitam, assim, uma dispersão empresarial mais homogênea. Martin e Klagge (2005) avaliam a contraposição entre sistemas centralizados e descentralizados de regulação bursátil, apontando para o exemplo da Alemanha, cujo sistema descentralizado favorece o financiamento de pequenas e médias empresas, mantendo a relevância das bolsas regionais e diminuindo a tendência à concentração de capital na rede urbana. O Brasil, ao focar sua política para o mercado de capitais na competitividade global, optou por extinguir feições regionais da atividade financeira, especializando-se na diversificação de serviços, fortalecendo o financiamento das grandes corporações e buscando atrair investimentos internacionais. Políticas recentes vêm sendo tomadas no sentido de ampliar a participação de pequenas e médias empresas no mercado acionário. Parecem ser, no entanto, desprovidas de intencionalidades regionalistas, funcionando sob uma óptica quantitativista que busca a inclusão de

empresas que possuam menores volumes de capital no mercado bursátil através de incentivos fiscais.

Bryson, Daniels e Warf (2004, p. 211) consideram que as tecnologias da informação e da comunicação podem tanto facilitar quanto prejudicar a centralização geográfica e a aglomeração. Para os autores, uma bolsa como a NASDAQ, nos Estados Unidos, não possui um *trading floor*³² com representantes altamente especializados e reconhecíveis ou vários negociantes de títulos e, apesar disso, conecta centenas de milhares de investidores no mundo todo através de fibras ópticas, operando quase como uma “bolsa virtual”. Essa tendência poderia induzir uma dispersão dos tradicionais centros urbanos ou mesmo encorajar centros financeiros de segundo escalão — como ocorre com Frankfurt, no já citado caso alemão — a tentar competir com centros mais antigos. Apesar disso, o que assistimos é uma permanência da centralização, que soma-se à tendência de aprofundamento da metropolização e manutenção de centros financeiros primazes nos territórios.

Martin (1999) considera que estudar as geografias institucionais é importante para compreender esse aspecto relevante da “circuitagem” do sistema financeiro. Para o autor, há diferentes variantes nacionais do capitalismo, diferentes modelos institucionais. Isso influencia em como o dinheiro se move entre locais e comunidades — sistemas bancários regionais são mais comprometidos com a economia local, por exemplo, retendo mais dinheiro localmente, mas deixando os bancos mais vulneráveis ao declínio local. Lebaron (2011, p. 35), nesse mesmo sentido, trabalha a noção de modelo financeiro nacional como

um conjunto de características institucionais (incluindo as legais) e culturais tanto como as propriamente econômicas. Essas características definem um sistema social organizando o financiamento da atividade econômica dentro de um dado espaço nacional.

Esse modelo, para o autor, apresenta traços específicos e articula-se de um conjunto de instituições, tais como um “centro financeiro”, bancos variados e um complexo conjunto de atores econômicos. O modelo financeiro é sempre ligado intrinsecamente às instituições públicas (como o Tesouro, o Banco Central e as autoridades reguladoras) e aos atores públicos, sendo resultado de trajetórias históricas

³² Ambiente interno às instituições financeiras que reúne operadores do mercado financeiro, geralmente caracterizado por amplos espaços dotados de mesas equipadas com computadores e terminais de negociação.

específicas, que não são, no entanto, independentes das relações de formas internacionais. Assim, o autor levanta a hipótese de que, antes de uma mundialização financeira, o que ocorre é a imposição de um modelo financeiro estadunidense, acentuada a partir dos anos 1970. Esse modelo priorizou a centralização de instituições financeiras, com vistas à internacionalização e abertura dos mercados.

Em busca de internacionalização, as bolsas de valores visam angariar investidores estrangeiros, realizando, cada vez mais, não apenas a listagem a nível nacional, mas também a listagem estrangeira. Wójcik e Burger (2010) discutem a geografia desse tipo de listagem, que é feita para aumentar a acessibilidade dos investidores estrangeiros, aumentando a captação de recursos, prática crescente nos países considerados “emergentes”. Wójcik (2009b) descreve que a listagem estrangeira de ações é influenciada por fatores geográficos: empresas são afetadas pela distância e pela proximidade cultural³³ e tendem a manter seu movimento acionário ligado a sua bolsa nativa, ainda que listem ações no estrangeiro. Assim, a listagem de empresas brasileiras no exterior, como já descrevemos, costuma ser feita por meio da bolsa de Nova York, relacionada a empresas de matérias-primas, utilidades e bens de consumo, com poucas barreiras políticas (WÓJCIK; BURGER, 2010).

Finalmente, com essa maior expansão internacional das bolsas de valores, que deixam seus âmbitos regionais e nacionais para atuar de maneira mais intensiva no mercado financeiro internacional — esse processo de globalização dos mercados acionários —, crescem as necessidades de regulação. Com listagens de ações estrangeiras, por exemplo, grandes investidores demandam regras para as listagens, bem como a observância de normas e a padronização de operações, de maneira a facilitar o acesso internacional a novas modalidades de investimento.

Assim, em 1983 foi estabelecida a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), que começou a promover os *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e outras normas que passaram a induzir os países membros a seguir certas diretrizes do mercado internacional. A IOSCO conta com a participação de

³³ A cargo de exemplo, Wójcik e Burger (2010) apontam que na Índia a listagem estrangeira é realizada por empresas de tecnologia e concentra-se em Londres e Luxemburgo; na Rússia, a listagem é de matérias-primas e óleo, com listagem em Londres e é sensível politicamente; e na China, a listagem é de companhias diversas entre Londres e Nova York, estando a maior parte das empresas listada fora.

instituições regulatórias do mercado de capitais de diversos países, contabilizando, atualmente, 124 membros ordinários, 64 afiliados e 14 associados (IOSCO, 2014). O Brasil está representado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como membro ordinário, e pelas instituições BM&FBovespa, BM&FBovespa Supervisão de Mercados, Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANBIMA) e Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) — esta última recentemente absorvida pela BM&FBovespa.

Segundo Hamour (2001, p. 28), a necessidade de cooperação internacional entre as bolsas despontou nos anos 1930 — portanto após a crise dos mercados de ações em 1929 — e culminou na criação, pela Câmara Internacional do Comércio, baseada em Paris, do *International Bureau of Stock Exchanges*, que existiu até a II Guerra Mundial. Apenas em 1957 foram retomadas as negociações para cooperação internacional de bolsas, que em 1961 resultaram na criação da *Fédération Internationale des Bourses de Valeurs* (FIBV), que existiu até 2001, quando tornou-se a *World Federation of Exchanges* (WFE), que atualmente conta com 65 bolsas membros, além de 15 afiliadas, atuando em nível mundial (WFE, 2015).

Embora esses instrumentos de cooperação internacional sejam necessários para o estabelecimento de normas e a facilitação da circulação global de capitais, devemos nos ater ao fato de que, conforme coloca Laulajainen (2005, p. 207), a relação fundamental entre as bolsas é a competição. Esse caráter é, para o autor, ainda mais forte em bolsas de derivativos do que em bolsas de títulos acionários, visto que a listagem de ações é inerentemente mais doméstica, ligada à decisão de listagem ou não por parte das companhias. Bolsas orientadas internacionalmente, tais como as dos Estados Unidos e da Inglaterra, recebem membros estrangeiros cuja presença favorece a liquidez, como já expusemos acima, competindo com bolsas nacionais e estabelecendo um cenário de dominação do mercado financeiro. A relação entre as bolsas, no entanto, é complexa, e essa constante competição funciona em níveis hierárquicos, com uma dominação por alguns mercados extremamente globalizados, seguidos por bolsas nacionais com certa projeção internacional, como é o caso do Brasil, estando em último caso as bolsas nacionais de âmbito ainda restrito, ou mesmo iniciativas multinacionais de estabelecimento de bolsas conjuntas, como é o caso de países pequenos na América Central e no oeste africano. A convergência temporal e o aprimoramento normativo das bolsas tornam-se elementos preponderantes para essa competição. A produção autônoma

de instrumentos e técnicas financeiras, juntamente com a capacidade de atração de mercados estrangeiros tornam-se pontos fundamentais para o posicionamento das bolsas na hierarquia de poder entre os mercados financeiros.

A forma de competição, no entanto, colide com duas tendências inicialmente opostas, mas que têm como resultado prático a centralização institucional das bolsas e uma concentração ainda maior de poder em algumas instituições. A primeira é a compra de bolsas de valores que, em grande parte transformadas em empresas ao longo dos anos 1990 (tanto de capital fechado quanto aberto), tornam-se passíveis de controle externo, ou, ao contrário, tornam-se compradoras de outras instituições financeiras. A segunda é a cooperação de mercados em prol de uma convergência normativa e técnica, que tem como resultado uma instituição maior que passa a controlar diversas bolsas, inclusive diversificando os modelos de bolsa reunidos sob a mesma instituição.

Essa convergência entre determinadas bolsas ganhou peso fundamental nos últimos anos. Segundo Wójcik (2009b, p. 1504), a União Europeia já dá alguns passos em direção à coordenação das regras de listagem, bem como das *clearings*³⁴, além de acordos entre bolsas. Afirma que “a integração do mercado acionário está no centro da integração dos mercados de capitais, e opiniões na extensão e velocidade desejadas para esse processo diferem entre países e mercados acionários”. A integração revela-se em estágio muito mais avançado quando se considera a existência do grupo *NYSE Euronext* e, mais recentemente, do grupo *Intercontinental Exchange* (ICE). Formado a partir da unificação de várias bolsas europeias, nominalmente as da Bélgica, França, Países Baixos, Portugal e Reino Unido, o *Euronext*, em 2006, uniu-se também com a *New York Stock Exchange*, posteriormente incorporando a *American Stock Exchange* (AMEX), formando um grupo de bolsas transcontinental (EURONEXT, 2014). Finalmente, em 2013, a empresa de capital aberto estadunidense *Intercontinental Exchange* (ICE) adquiriu o grupo *NYSE Euronext*, criando o maior operador de mercados financeiros do mundo (ICE, 2014). A situação das bolsas de valores no mundo encontra-se, dessa maneira, em um momento de transição, com subseqüentes fusões e aquisições após os processos de desmutualização pelos quais passaram nos anos 1990 e 2000 e com acordos para

³⁴ Termo geralmente utilizado para designar os organismos internos ou externos às bolsas responsáveis por realizam procedimentos como a compensação, liquidação e custódia de ativos.

funcionamento conjunto que resultam em uma mudança — e consequente concentração — do poder de controle bursátil.

Podemos dizer que as bolsas de valores atuam como instituições aglomeradoras de serviços financeiros avançados e que estão em constante dinâmica. Como observaremos adiante, as bolsas de valores no Brasil evoluem a partir de reuniões mercantis de negociantes de títulos para um conglomerado financeiro, no formato de *holding*, extremamente internacionalizado. São Paulo é a metrópole que se beneficia do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro na atualidade, centralizando instituições financeiras, e mantendo, assim, a BM&FBovespa como única bolsa de valores em funcionamento do Brasil. Isso permite a essa metrópole trazer para si grande parte das estruturas que tenham, de alguma forma, participação no mercado de títulos do país, visto que a proximidade institucional confere uma série de vantagens já elencadas. Temos, portanto, que as metrópoles, concentradoras de informação e finanças, elementos que, entre outros, resultam da própria concentração do mercado financeiro e das empresas ligadas a ele, acabam por induzir uma concentração ainda maior de empresas de serviços avançados, reforçando ainda mais o poder da metrópole. A localização da BM&FBovespa reforça o papel de São Paulo como centro financeiro do território brasileiro e projeta a metrópole como centro financeiro internacional, na medida em que representa um ponto de conexão fundamental com a economia mundial.

2

Do surgimento das bolsas de valores brasileiras à ascensão da BM&FBovespa

2. DO SURGIMENTO DAS BOLSAS DE VALORES BRASILEIRAS À ASCENSÃO DA BM&FBOVESPA

2.1. Os fundamentos do mercado de títulos brasileiro

2.1.1. Formação territorial dos mercados de títulos no Brasil (1851-1933)

O surgimento de um mercado de capitais organizado no território brasileiro ocorre apenas durante o século XIX. Data de 1808, afinal, o que se pode chamar de primeiro “lançamento de ações” no Brasil³⁵ (CARVALHO, 2012, p. 21). Em data próxima, no ano de 1809, o príncipe regente Dom João VI ordenou, por meio de um édito, a construção de uma Praça de Comércio no Rio de Janeiro³⁶ que, por razões burocráticas, só veio a ser concluída em 1820, na Rua do Sabão, em meio ao centro comercial do Rio de Janeiro (BARCELLOS, 2010, p. XIV)³⁷. Os negócios, à época, se davam apenas em torno de câmbio de moedas, mercadorias, seguros e fretes de navios, não existindo até então títulos públicos e privados além das ações supracitadas.

Os primeiros papéis governamentais viriam a aparecer em 1828, quando do parcelamento da dívida pública com emissão de 1.400 contos de réis em títulos (BARCELLOS, *op. cit.*, p. XV). E, no fim dos anos 1830, surgiam as primeiras sociedades anônimas, sendo uma das pioneiras a Imperial Companhia de Estrada de Ferro, que intencionava conectar, por vias férreas, o Rio de Janeiro a São Paulo, sem entretanto obter sucesso. Desenhava-se, assim, o cenário para a institucionalização de um

³⁵ Na ocasião, D. João VI fez emitir 1.200 títulos do que era, à época, o Banco do Brasil. Conforme Carvalho (2012, p. 21), a liquidez desses títulos foi bem baixa, e três anos depois apenas 126 títulos haviam sido subscritos, de forma que a Coroa iniciou uma prática de oferecer vantagens e honrarias para os tomadores dos papéis, só concluindo a venda em 1817 e configurando, assim, o mais longo lançamento de ações no país.

³⁶ O termo “praça do comércio” é considerado um eufemismo lusitano para o que chama-se, atualmente, bolsa de valores (BARCELLOS, 2010, p. XIV). Trata-se, nesse sentido, de um prédio para ocorrerem negociações de títulos.

³⁷ Barcellos (2010, p. XIV) ressalta que esta, no entanto, não foi a primeira praça do comércio a ser construída, tendo sido a Praça de Salvador inaugurada em 1817.

mercado acionário no país. O corretor de títulos foi uma figura central desse processo, na medida em que atuava como intermediário nesse mercado, sendo então de interesse dessa classe profissional que se oficializasse a exigência de um contrato com intermediários em lugar da negociação direta.

Conforme Levy (1977, p. 70), o corretor era a "pessoa encarregada de certas operações, compra, venda, troca, empréstimo, despacho ou desembaraço de mercadorias — e como intermediário por conta de terceiros — era figura situada na raiz do fato econômico do período colonial". Desde o século XVII, com a edição dos Alvarás de 1644 e 1688, há disposições sobre o ofício de corretor. Depois da ruptura com a metrópole portuguesa, o corpo jurídico de referência passou a ser o das Ordenações Filipinas. Em 1844, o ministro Alves Branco, ao reformular a política fiscal, exigiria impostos por meio de selos dos corretores, demandando então uma carta patente para o exercício da profissão (LEVY, *idem*). E, em 1845, a profissão finalmente ganha um padrão regulatório por meio do Decreto n° 417, que também condiciona a atividade do corretor à autorização governamental (CALABRO, 2010, p. 47). É possível observar que os contornos da normatização de tal atividade giram inicialmente em torno de dois fatores principais: por parte do Estado, a incidência de impostos sobre as negociações efetuadas, que exigiam um controle; e por parte dos corretores, a garantia de sua atuação com exclusividade no mercado. Levy (1977, p. 5) corrobora essa observação ao apontar que um dos principais motivos para a instituição de uma corporação de corretores teria sido a vontade do Estado de se manter informado sobre os negócios e cobrar impostos sobre eles.

É na sequência desses acontecimentos que surge, em 1849, a Junta dos Corretores de Fundos Públicos do Rio de Janeiro, embrião da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro³⁸, em ocasião que consideramos como o marco fundador do mercado de ações organizado no Brasil, visto que representa a institucionalização dessa atividade. Nesse sentido, Levy (*op. cit.*, p. 9) mostra que a organização das bolsas de valores surge a partir de "um movimento seletivo dos corretores que conseguiram mobilizar maior vulto de operações e se fecharam, impedindo a pulverização das transações e promovendo a concentração de suas atividades". A partir dessa data, os corretores de títulos de valores poderiam, então, distinguir-se dos demais intermediários que negociavam por conta própria. As bolsas no

³⁸ A Junta de Corretores seria equivalente às posteriores Câmaras Sindicais e aos mais recentes Conselhos de Administração das bolsas de valores.

Brasil surgem, assim, como uma espécie de “clube sindical” do qual fariam parte alguns corretores que garantiriam, frequentemente por vias hereditárias, sua permanência como negociantes oficiais de valores. O caráter jurídico dessa organização inicial se reflete inclusive na subordinação da Junta de Corretores ao Ministério da Justiça; posteriormente, com a organização das Câmaras Sindicais de corretores, estes estariam subordinados ao Ministério da Fazenda, ganhando maior autonomia. É importante ressaltar que data também de 1850 a edição do Código Comercial brasileiro (a Lei 566 de 1850) (CARVALHO, 2012, p. 26), que fundamentava essa organização dos corretores e sua exclusividade sobre a Junta, marcando um novo patamar de organização das negociações comerciais no Império.

A Junta de Corretores do Rio de Janeiro foi oficializada através do Decreto n° 648 de 1849 (CALABRO, 2010, p. 47) e consolidada pelo Decreto n° 806 de 1851. O formato da Junta de Corretores carioca foi então replicado para outras praças do país. Assim, surgem as juntas das praças da Bahia e de Pernambuco (1851), do Maranhão (1852) e do Pará (1857) (FONSECA, 1970, p. 246), todas criadas por decretos imperiais. Outra junta surgiria, posteriormente, em Santos (1887) e, além disso, foram apontados corretores para diversas praças comerciais do país³⁹. As praças comerciais, como se observa, surgem no âmbito das principais cidades portuárias brasileiras⁴⁰. Eram entrepostos comerciais que recebiam frequentes fluxos de mercadorias, abrigando assim diversas sedes de empreendimentos mercantis, bem como negociantes munidos de capital a investir e a empreender.

³⁹ Foram criados cargos de corretores para as seguintes praças: Ceará (2454/1859), Alagoas (4427/69), Sergipe (5549/74), Santos (7696/80), Porto Alegre, Rio Grande, Pelotas e Desterro (7697/80), Natal (8583/82), Paraíba (8584/82) e São Paulo (8642/82).

⁴⁰ É justamente nas cidades do Rio de Janeiro, São Luís, Recife e Belém, junto também de Salvador e Cabedelo (PB), que se instalam, a partir de 1850, as primeiras linhas regulares de navegação ligando o Brasil à Europa (SANTOS; SILVEIRA, 2001, p. 33).

Quadro 2. Brasil: Juntas de corretores de fundos públicos criadas no século XIX

Junta de corretores	Ato de criação
Rio de Janeiro	Decreto imperial n° 806 (1851)
Pernambuco	Decreto imperial n° 807 (1851)
Maranhão	Decreto imperial n° 808 (1851)
Pará	Decreto imperial n° 1.000 (1852)
Santos	Decreto imperial n° 9.778 (1887)

Elaboração própria.

O escritor José de Alencar (1855 *apud* LEVY, 1977, p. 83) deixou registros dos primeiros anos de funcionamento desse mercado financeiro primitivo, com observações e preocupações já bastante similares às atuais:

Ide à praça. Vereis que agitação, que actividade espantosa preside às transacções mercantis, as operações de crédito, e sobretudo as negociações sobre os fundos de diversas empresas. Todo o mundo quer acções de companhias; quem as tem vende-as; quem não as tem compra-as. As cotações variam a cada momento (...). Não se conversa sobre outra cousa. Os agiotas farejam a criação de uma nova Companhia; os especuladores estudam profundamente a idea de alguma empresa gigantesca. Enfim, hoje já não se pensa em casamento rico, nem em sinecuras; assinam-se acções, vendem-se antes das prestações e ganha-se dinheiro por ter tido o trabalho de escrever o seu nome. Este espírito de empresa, e esta actividade commercial promettem sem dúvida alguma grandes resultados para o paíz; porém, é necessário que o governo saiba dirigi-lo e applical-o convenientemente; do contrário em vez de benefícios, teremos de soffrer males incalculáveis.

A evolução do mercado durante o século XIX ocorreu regularmente, sem grandes sobressaltos, porém recheada de pequenas crises. Assim, seguiram-se as crises de 1857, 1864, 1875 e 1900, provocando movimentos sistemáticos de expansão e desapropriação por falências das manufaturas existentes, criando condições essenciais para uma centralização empresarial à custa da conquista de mercados, servidos por empresas incapazes de vencer as contínuas flutuações da política financeira.

O mercado de capitais de então encontrava-se extremamente concentrado na capital, o Rio de Janeiro. É nessa cidade que se iniciam os principais movimentos de crise, e é nela que se dão as maiores aberturas de capital empresarial. Movimentos do mercado de títulos dessa época incluem o surto de desenvolvimento das estradas de ferro e dos bondes, bem como das companhias de seguro. (CARVALHO, 2012, p. 41-63). Travam-se, à época, ferrenhos debates, nos quais um forte movimento liberal questiona a normatização — considerada excessiva — do mercado trazida pela conservadora corporação de corretores, mas também por aqueles que combatiam a ampla especulação. Os liberais contaram com proeminentes figuras como o Barão de Mauá que, percebendo a força da capilaridade que tinham os corretores e demais agentes, distribuiu os papéis gerados por seus empreendimentos, baseando-se amplamente na cultura financeira britânica (BARCELLOS, 2010, p. XVI). Conforme Levy (1977, p. 11), nessa época duas correntes de pensamento se distinguiram, para além dos interesses corporativos dos corretores: uma que seguia o liberalismo inglês, oposta a qualquer regulamentação econômica; e outra do empresariado industrial nascente, lutando por uma regulamentação eficaz contra a especulação.

A briga pela exclusividade de atuação dos corretores marcou esse período, trazendo dois episódios decisivos ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Em primeiro, destaca-se a *instituição do pregão* por meio do Decreto nº 6.132 de 1876, determinando que no edifício da Praça do Comércio haveria lugar especial “separado e elevado, onde, à vista do público, se reunirão os corretores de fundos, quando tiverem de propor e efetuar transações” (FONSECA, 1970, p. 246). Na sequência, entra para o vocabulário brasileiro, em 1877, o conceito de “Bolsa de Valores”, com a edição do Regimento Interno da Junta dos Corretores do Rio de Janeiro: “A bolsa é o lugar no Salão da Praça do Comércio ou da Associação Comercial destinado às operações de compra e venda dos títulos públicos, de ações de bancos e companhias, de valores comerciais e finalmente de metais preciosos” (FONSECA, 1970, p. 247).

O segundo episódio, de grande popularidade, foi uma clássica bolha especulativa que culminou na chamada “Crise do Encilhamento”⁴¹. Uma euforia tomara conta da Bolsa

⁴¹ O termo “encilhamento” refere-se a corridas equestres, e assim era chamado o mercado informal de títulos, que funcionava na Rua da Alfândega, onde se negociavam ações externamente à Bolsa. Pela falta de controle da ocorrência dessas negociações, impulsionavam a especulação que caracterizou o período.

do Rio em fins do século XIX. Até o ano de 1889, dezenas de novas companhias foram abertas, culminando no lançamento de ações do Banco Construtor do Brasil, quando o prédio onde ocorriam as subscrições foi tomado por uma multidão (BARCELLOS, 2010, p. XVII). O Governo Provisório, em 1890, havia reorganizado as Juntas, estabelecendo um regime de liberdade da profissão dos agentes intermediários, política liberal que colaborara para a febre do Encilhamento (FONSECA, 1970, 247). Visconde de Taunay (1893, p. 19) dramatiza a atuação do governo junto ao mercado de capitais de então:

(...) o governo, com a faca e o queijo na mão, promulgava decretos sobre decretos, expedia avisos e mais avisos, concessões de todas as espécies, garantias de juros, subvenções, privilégios, favores sem fim, sem conta, sem nexos, sem plano, e daí, outros tantos contrachocos na bolsa, poderosíssima pilha transbordando de eletricidade e letal pujança, madeiros enormes impregnados de resina, prontos para chamejarem, atirados à fogueira imensa, colossal.

Ao mesmo tempo, no mesmo ano de 1890, os corretores organizaram-se pelo Decreto nº 1.026, que proibia a apreçoação fora da bolsa e fixava o número de integrantes dela (LEVY, 1977, p. 162); tal política, com o claro objetivo de reagir à crise. E, nesse afluxo de regulamentações, instituiu-se a Câmara Sindical dos Corretores de Fundos Públicos do Rio de Janeiro, em 1893, por meio do Decreto nº 1.359 (CALABRO, 2010, p. 48), com regulamentação interna seguindo o modelo da Bolsa de Paris. A partir de então, o Estado passa a contar com uma *instituição centralizada e autorreguladora*, capaz de fornecer informações precisas sobre o comportamento de importantes variáveis financeiras (LEVY, 1977, p. 185). O pensamento industrial nacionalista, para a autora, teria sido muito relevante, e “foi num clima de crise, recessão, golpe de Estado, deposição de presidente que ocorreu a reestruturação da corporação dos corretores”.

Conforme Barcellos (2010, p. XIX), a criação da Câmara Sindical se concretizaria de fato com o Decreto nº 354 de 1895 que, entre outros, recriava a exclusividade dos corretores de fundos públicos, contrariando a liberdade de negócios que gerou a crise do Encilhamento. As bases da regulação de 1895 vigoram por grande parte do século XX, só vindo a ser alteradas definitivamente com a Lei do Mercado de Capitais de 1965. Alguns críticos, como Barcellos (*idem*), atribuem a isso o suposto “raquitismo do mercado de capitais brasileiro na primeira metade do século XX (...)”: “(...) ambientes impregnados de reservas funcionais, tabelionatos ou nomeações de caráter público”, com base na reserva

compulsória de mercado existente para corretores de fundos públicos, com cargos vitalícios e nomeação de sucessores.

Até essa época, em São Paulo, funcionava apenas um mercado de balcão⁴² informal (CARVALHO, 2012, p. 87). Hanley (2001, p. 117) considera que, de 1850 a 1890, as sociedades anônimas tiveram utilidade bastante limitada na vida econômica paulista, especialmente porque, para vencer os obstáculos do Código Comercial e das leis relacionadas a negócios, a proximidade em relação ao Governo Imperial era um fator determinante. Para a realização dessa atividade comercial, requeria-se um alvará governamental adjunto a um ato do Congresso, o que representava um empecilho burocrático à expansão do mercado de capitais nas grandes cidades que, embora tivessem agentes econômicos suficientes para a negociação de títulos, não contavam com a proximidade necessária em relação ao Distrito Federal. Além dessa dificuldade, Hanley (*op. cit.*, p. 118) elenca também uma série de complicações por parte dos investidores que, à época, tinham demasiadas responsabilidades com relação aos débitos das empresas nas quais investiam (regulados, por exemplo, por uma chamada “Lei dos Entraves”). A autora atribui esse dado ao fato de que, em um ambiente regulatório até então construído em relação a uma economia predominantemente agrícola, não havia preparo ou interesse governamental em criar mecanismos para participação e financiamento de empresas de capital industrial de pequeno e médio porte, com investidores de menor poder financeiro. Isso ajudaria a explicar o porquê de, até o primeiro quartel do século XX, as bolsas serem utilizadas essencialmente por empresas ferroviárias, bancárias ou de serviços públicos, que podiam arcar com os custos e responsabilidades do mercado de bolsa da época.

A primeira bolsa a ser fundada na cidade de São Paulo, por iniciativa de Emílio Rangel Pestana, carregava o ideal liberal até em seu nome: a Bolsa Livre de São Paulo surgiu em 1890 na Rua do Rosário, próxima ao centro financeiro da cidade (BOVESPA, 2005, p. 11). Tal movimento se inseria no curso da chamada “febre do Encilhamento” (BARCELLOS, 2010, p. XVIII), funcionando como uma expansão do mercado de capitais, mas também como uma possibilidade aberta pela proclamação da República para que novas sociedades anônimas surgissem, conforme Hanley (2001, p. 122), sem ter de

⁴² Assim é chamado o mercado de títulos que não é organizado, ou seja, que não tem suas negociações padronizadas e submetidas ao pregão como aquelas realizadas em ambiente de bolsa.

enfrentar os percalços da política regulatória conservadora praticada pela Monarquia⁴³. A bolsa procurava reunir vários corretores que já atuavam de forma independente da ação do Estado. As crises econômicas que se seguiram, no entanto, sufocaram essa bolsa pioneira em 1891 (ARRUDA, 2008, p. 153). O fôlego do mercado de capitais paulista, porém, não havia cessado e, em 1894, representantes do mundo financeiro se reuniram para fundar a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), que em 1895 colaborou, sob a liderança de Antonio Proost Rodovalho, com a fundação da Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo (BARCELLOS, 2010, p. XIX; ARRUDA, 2008, p. 154), embrião da Bovespa.

Nesse período, que sucedeu a formação das Câmaras Sindicais, iniciou-se a criação das chamadas “bolsas de fundos públicos”. A Junta de Corretores do Rio de Janeiro, em 1895, transformara-se em Bolsa de Fundos Públicos do Distrito Federal, por meio do Decreto n° 345. As demais criadas no período também passam a adotar essa dominação, com exceção dos casos do Ceará, onde a bolsa foi criada com o nome de “bolsa de valores e mercadorias”, e de Pernambuco. Observa-se que, além da junta do Rio de Janeiro, apenas a junta de corretores de Santos resultou na formação de uma bolsa, os outros mercados não tendo se desenvolvido de maneira a fundamentar a criação desse novo tipo de instituição que se estabelecia. O funcionamento das bolsas desse período é de difícil averiguação, dada a limitada documentação das negociações em mercados de menor volume. São legados indubitavelmente relevantes dessa época, no entanto, as bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo. Enquanto a primeira se fortaleceu bastante com títulos públicos e empresas ligadas a atividades estatais, a segunda se beneficiou bastante com o processo de industrialização que se configurava no Brasil nesse início de século.

⁴³ Conforme colocado por Hanley (2001, p. 122), reduziu-se, em janeiro de 1890, o capital mínimo requerido para o funcionamento das empresas, bem como limitou-se a responsabilidade dos acionistas de valor de suas ações, resultando na criação de mais de duzentas sociedades anônimas nos primeiros seis meses após a reforma.

Quadro 3. Brasil: Bolsas criadas até 1933

Bolsa	Ato de criação	Ano de criação
Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo	Decreto estadual n° 454	1897
Bolsa de Fundos Públicos de Santos	Decreto estadual n° 454	1897
Bolsa de Fundos Públicos de Minas Gerais	Lei estadual n° 636 ⁴⁴	1914
Bolsa de Valores e Mercadorias do Ceará	Lei estadual n° 2.567	1927
Bolsa de Fundos Públicos de Porto Alegre	Decreto estadual n° 4.850	1931
Bolsa de Pernambuco	-	1931
Bolsa de Fundos Públicos de Vitória	Decreto n° 3.599	1933

Elaboração própria.

Após o período do Encilhamento, que deixou como legado um receio por parte dos investidores, as negociações na bolsa do Rio de Janeiro passaram a girar em torno de títulos de renda fixa, tendo os títulos de dívida pública ganhado destaque após a crise de 1900 (LEVY, 1977, p. 244). Já a bolsa de São Paulo crescentemente financiava novos empreendimentos, sendo responsável por quase 20% do capital total das indústrias do estado de São Paulo na década de 1890 (DUTRA, 2008, p. 116). A bolsa do Rio desempenhou um papel relevante nos empréstimos públicos realizados no período da Primeira Guerra Mundial (LEVY, 1977, p. 367), sendo então um elemento valioso para controle do crédito público. A especulação, arrefecida após o Encilhamento, voltava aos poucos a configurar-se em “tênue ‘encilhamento’” que cessou em 1920 (Levy, *op. cit.*, p. 373). No entanto, o movimento mais marcante nas primeiras décadas do século XX foi, sem dúvida, o *crash* da Bolsa de Nova York, ocorrido em 1929, que, no entanto, não

⁴⁴ A bolsa de Minas Gerais não chegou a se instalar nesse período, embora fosse aprovada sua criação pela legislação.

representou consequências sérias para investidores — dada a menor interligação com o mercado financeiro internacional à época —, havendo apenas um reflexo no mercado da redução de exportações para os Estados Unidos (LEVY, *op. cit.*, p. 403). Apesar disso, a preocupação com a escala com que se deu a crise levou muitos mercados de capitais da época a adotarem mudanças normativas, como foi o caso do Brasil.

Após um lento processo de maturação, que envolveu sua criação, fechamento e reabertura nos anos 1890, e as consequências da recessão e da crise econômica que se seguiram até 1905⁴⁵, a Bolsa de São Paulo passou, segundo Hanley (2001, p. 117), por três movimentos marcantes. A bolsa começa a participar da formação de novos capitais; passa a financiar médias e grandes empresas diretamente, criando um mecanismo para financiar negócios independentes dos grupos familiares ou comunitários; e, após 1909, diversifica suas operações com emissões de títulos de dívidas para as novas empresas industriais⁴⁶. A autora, que buscou estudar o início da bolsa de São Paulo como mecanismo de financiamento empresarial, ressalta que esse foi um fenômeno local e que, apesar do capital estrangeiro ter tido presença considerável na economia de São Paulo do início do século XX, não competia nem colaborava substancialmente com a expansão desse mercado de bolsa e não suplantou a formação de capital doméstico nas áreas urbanas por meio da compra e venda de ações e títulos.

Tudo isso levou a um crescimento no número de sociedades anônimas e de acionistas, iniciando de fato o desenvolvimento do mercado de capitais paulista. Ampliou-se o alcance da Bolsa de São Paulo, que passou a ir além dos setores tradicionais de financiamento; amadureceu-se o mercado, incluindo novos instrumentos como o financiamento por meio de debêntures; e a bolsa forneceu investidores e capital para

⁴⁵ Hanley (2001, p. 127) aponta que o rápido crescimento da cultura cafeeira entre 1880 e 1890 desencadeou uma expansão da área plantada, provocando uma crise no setor, pressionando os preços internacionais do café e prejudicando a economia paulista. A intervenção governamental no mercado por meio da compra do excesso de estoque e da fixação de taxas de câmbio estabilizou os preços e permitiu à economia paulista se livrar da recessão do período, levando a um influxo de dinheiro na bolsa que sustentaria uma diversificação de investimentos e o crescimento pelos anos seguintes, especialmente em setores como o têxtil, que cresceu de 1 empresa cotada para 24 entre 1905 e 1913.

⁴⁶ Conforme Hanley (2001, p. 117), fora do grupo de empresas ligadas à infraestrutura, a primeira empresa a lançar títulos foi a Companhia Industrial de São Paulo, da indústria têxtil, gráfica e de fósforos, seguida pela Companhia Melhoramentos de São Paulo, que emitiu debêntures. Além das empresas industriais, as empresas de construção imobiliária também passaram a recorrer em peso a esse mercado.

empresas que caracterizariam o rápido desenvolvimento econômico pelo qual passou a região de São Paulo, consequentemente passando a figurar entre as maiores bolsas do país.

2.1.2. A expansão das bolsas de valores no território (1934-1963)

A partir da década de 1930, o mercado de capitais passa a cumprir papel importante na economia brasileira, ao constituir parte do financiamento para a expansão da capacidade produtiva, propiciando novos canais de acumulação (LEVY, 1977, p. 406). Para isso, foi necessária a criação de novos instrumentos financeiros e mecanismos institucionais que permitissem reunir o capital disponível para alocá-lo em atividades industriais. As instituições financeiras existentes estavam então moldadas para fazer funcionar uma economia primário-exportadora, e serviam apenas precariamente às novas necessidades de acumulação industrial. A criação de um parque industrial, a exploração racional da agricultura e a execução de obras públicas exigiam buscar recursos internamente (LEVY, *op. cit.*, p. 436). A partir disso, houve uma progressiva adequação da estrutura financeira à complexificação dos circuitos produtivos do território.

Como decorrência dessa necessidade de readequação das instituições, em meio ao governo varguista, e sobretudo a partir de 1937, a intervenção do Estado na bolsa aumenta, conforme descreve Levy (*op. cit.*, p. 403). Nesse período acontece a reforma da legislação da bolsa e dos corretores, acoplada a uma revisão da Lei das Sociedades Anônimas, com a função de aperfeiçoar a fiscalização da Bolsa sobre as empresas cotadas. O *Securities Exchange Act* fora aprovado em 1933 nos Estados Unidos⁴⁷, em seguimento às necessidades de controle das atividades bursáteis decorrentes da crise de 1929, criando um sólido corpo regulatório para o mercado acionário desse país. Sem dúvidas, funcionou como marco institucional na regulação do mercado de capitais de vários países do mundo, já que passava a exigir a atuação de órgãos autorreguladores supervisionados pelo aparelho

⁴⁷ Conforme Wójcik (2009b, p. 1503), impulsionado pelo *crash* da bolsa de 1929, como parte do *New Deal*, o *Securities and Exchange Act* foi aprovado em 1933, seguido pelo estabelecimento da *Securities and Exchange Commission* em 1934, introduzindo requerimentos rígidos para companhias listarem ações nos mercados, delimitando condutas para empresas listadas e separando essa modalidade de investimento dos investimentos bancários universais. Assim, o modelo estadunidense de regulação bursátil se espalhou por várias partes do mundo. Enquanto até 1930 os mercados de ações operavam “como clubes privados de negociantes, eles emergiram dos anos 1940 como instituições semipúblicas controladas pelo governo, garantiram um quase-monopólio na organização dos mercados de ações em seus países”.

estatal. Isso teve forte inspiração sobre a legislação brasileira adotada a partir de então (DUTRA 2008, p. 47; LEITE, 2011, p. 28).

Em meio a essa adequação financeira, surgia também a necessidade de uma “uniformização, ao nível nacional, da regulamentação das Bolsas” (LEVY, 1977, p. 408). Para a autora, “a revolução de 30 conseguiu mobilizar os corretores, dar novo ânimo à corporação e comprometê-la mesmo politicamente”. Como parte das iniciativas para maior integração das bolsas de valores do país, realizou-se, em 1931 o *I Congresso Brasileiro de Bolsas de Valores* (LEVY, *op. cit.*, p. 407), no qual se defende a criação de um Mercado Nacional de Valores⁴⁸ e, para uma ação mais coordenada, foi fundada a *Associação Nacional de Valores Mobiliários*, sob forma de sociedade civil, para “promover o desenvolvimento da necessidade de poupança e a educação financeira popular” (LEVY, *op. cit.*, p. 435).

Para ampliar sua escala de atuação, os agentes do mercado financeiro colocaram em funcionamento uma série de políticas, entre elas a regulamentação de sociedades de crédito financeiro, o desenvolvimento de programas de educação financeira, a promoção de reformas em legislações e, mais importante, a já citada reforma da Lei das Sociedades Anônimas⁴⁹ (LEVY, *op. cit.*, p. 435; p. 453). A reforma na legislação dos corretores, por sua vez, satisfaz pontos essenciais, entre os quais a manutenção da exclusividade de intermediação dos corretores da bolsa (LEVY, *op. cit.*, p. 467).

Iniciava-se, também, a divulgação a um público mais amplo das atividades das bolsas como oportunidade de investimento e retornos financeiros. A bolsa paulista, por exemplo, passou a transmitir seus pregões pela emissora Rádio Educadora Paulista entre 1934 e 1936 (ARRUDA, 2008, p. 155) e iniciou uma publicação diária de boletins com as cotações a partir da década de 1930. A Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP) também organizara o programa de rádio “A hora da bolsa”, na Rádio Excelsior e na Rádio Tupi, fornecendo cotações e informações sobre a economia (AZEVEDO, 2000, p. 58).

⁴⁸ No I Congresso, o presidente da Bovespa e idealizador do Congresso, Cesar Vergueiro, se pronuncia: “Podia-se minorar mais os efeitos da crise, procurando-se facilitar e apressar o equilíbrio da economia nacional, tomando-se algumas medidas, embora nem todas de consequências imediatas, para a formação, lenta e complexa, mas de enorme importância, do Mercado Nacional de Valores.” (BOVESPA, 1989, p. 34)

⁴⁹ A nova lei, que substituiu a de 1882, obrigaria, a partir de então, que sociedades que gozassem de favores do governo federal cotassem ações na Bolsa (LEVY, 1977, p. 453).

A expansão do mercado de títulos também contou fortemente com as negociações com títulos da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e a cotação em bolsa de títulos da dívida externa, resultado de uma política traçada combinando interesses das classes corretora e política (LEVY, 1977, p. 467). Houve amplo processo de dinamização das atividades bursáteis, com aumento do número de pedidos de inscrição de bancos e companhias nesse mercado. Particularmente a partir dos anos 1940, com a criação de lançamentos públicos da já citada CSN e também da Vale do Rio Doce, o mercado de capitais teria crescimento significativo.

Na bolsa de São Paulo, a prosperidade econômica refletia um maior movimento na bolsa. Conforme Brandão (1999, p. 69), os escritórios aumentaram o número de operadores, o mercado de letras de câmbio se desenvolveu e as corretoras passaram a ter correspondentes em todas as bolsas do país, negociando no Brasil inteiro. O autor considera, no entanto, que o maior entrave para a expansão geográfica da atuação das bolsas era a comunicação, demasiadamente cara para ser feita por telefone e, portanto, impeditiva para uma maior interligação.

As bolsas de valores progressivamente se tornavam incumbência dos estados da federação, tendo sua criação atrelada à legislação estadual, de forma que passam, a partir da década de 1930, a denominar-se “bolsas oficiais”. Tal configuração, de maneira relevante, fortalece uma já existente vontade de descentralização do mercado de capitais, na medida em que as bolsas estavam agora atreladas às políticas estaduais, embora também subordinadas a uma legislação federal, que atendia sobretudo aos interesses da bolsa do Rio (até então exercendo a primazia no território brasileiro), mas era mais flexível do que as diretrizes que regeram o mercado durante o século XIX. Nessa onda de mudanças, em 1935, a bolsa paulista torna-se *Bolsa Oficial de Valores de São Paulo* (ARRUDA, 2008, p. 155), passando a ser considerada uma “espécie de instituto semiautônomo”, subordinada à Secretaria da Fazenda do estado. Transfere-se, também, para um edifício próprio, localizado em frente ao Pátio do Colégio, onde antes se localizava a Secretaria de Agricultura. Essa transferência para um edifício de grande porte demonstrava a importância e o nível de institucionalização que a bolsa de valores, que inicialmente transitou por diversos prédios provisórios no centro da cidade, vinha ganhando.

Conforme já mencionado, são relevantes, nesse período, as políticas de favorecimento a uma maior integração das bolsas de valores. Segundo Levy (1977, p. 425), para que uma operação de arbitragem de capital fosse viável em qualquer bolsa estadual,

era necessário que a diferença de cotação cobrisse a corretagem da bolsa do Rio (de ¼ sobre o valor nominal) e as despesas com telegrama e seguro. A oferta em várias bolsas faria com que os títulos da dívida pública federal circulassem mais facilmente pelo país, captando compradores em todas as praças. Porém, por várias dificuldades, incluindo a viabilidade financeira, as bolsas estaduais geralmente só inscreviam títulos locais, entravando essa circulação maior de valores. Conforme a autora, mesmo entre as duas principais bolsas do país — de São Paulo e Rio de Janeiro —, os negócios operavam com dificuldade. Em 1939, foi assinado o Decreto-lei n° 1.191⁵⁰, ampliando o monopólio postal da União e fazendo com que a remessa de títulos da dívida pública fosse permitida ilimitadamente, solucionando esse entrave para a circulação de apólices. Também nessa década, em 1934, foi promulgado o Decreto n° 24.475, que estabelecia que as diversas bolsas estaduais deveriam adotar o mesmo procedimento da Bolsa do Rio para nomear corretores, representando mais um fator de integração (DELTEC, 1968, p. 138).

Um fator que impulsionou fortemente o estabelecimento de bolsas estaduais foi o Decreto-Lei n° 9.873, que em 1946 estabeleceu que todas as sociedades anônimas deveriam registrar suas ações na bolsa local, quer pretendessem ou não vendê-las a público, como pré-requisito para entrar em operação (DELTEC, 1968, p. 138). Isso obrigou todas as personalidades jurídicas sob regime de sociedade anônima do país, bem como todas as sociedades organizadas a se registrarem na bolsa (ARRUDA, 2008, p. 156), enviando cópias de relatórios, balanços e demais documentos. Favoreceu, dessa maneira, o estabelecimento de bolsas em todos os estados da federação, na medida em que as empresas preferiam procurar as praças mais próximas para enfrentar esse tipo de burocracia. Brandão (1999, p. 65) chega a considerar esse decreto como “a segunda fundação das Bolsas brasileiras”, tamanha a importância que teve para a ida de empresas ao pregão. Cita que até então apenas 300 empresas participavam do pregão em São Paulo, e em setembro do mesmo ano o número chegou a 2.200.

Essa tendência foi intensificada pela Instrução n° 70 da Superintendência Monetária e do Crédito (SUMOC), que em 1953 estabeleceu que importadores deveriam registrar suas operações de câmbio em bolsa; através dessa instrução, o direito de compra

⁵⁰ O referido decreto continha, em seu parágrafo 2º: “Nas repartições autorizadas pelo Departamento dos Correios e Telégrafos, não haverá limite de importância para a correspondência com valor declarado, a transitar pelo Correio, contendo títulos da dívida pública, federal, estadual ou municipal”.

no estrangeiro era posto em leilão na bolsa para o maior licitante e para todas as importações (exceto as do governo e de produtos muito específicos). Isso obrigou importadores a negociar as divisas necessárias ou procurar criar bolsas de valores em seus estados (LEVY, 1977, p. 533). Também em 1953, foi editada a primeira norma que tratou da bolsa de valores como “órgão auxiliar do poder público” (CALABRO, 2010, p. 53), a Lei 2.146, que citava a instituição como apoio do governo público na fiscalização dos lançamentos de emissões de títulos. A bolsa vinha se tornando um instrumento burocrático importante para o poder estatal.

Até 1953, só funcionavam normalmente as bolsas de Pernambuco, Bahia, Espírito Santo, Minas Gerais, São Paulo, Santos, Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro, além de uma Junta Sindical de Corretores ainda em funcionamento em Maceió. Após o estabelecimento dessa motivação burocrática, surgiram bolsas de valores em Amazonas, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Sergipe, Paraíba e Goiás, de forma que, em 1954, apenas o estado de Mato Grosso não havia organizado uma bolsa⁵¹. Por outro lado, as bolsas estaduais, embora se proliferassem, perdiam parte de sua autonomia com a edição da lei, já que supunha-se, agora, uma uniformização maior e uma padronização de acordo com a bolsa do Rio de Janeiro (MATOS FILHO, 1986).

⁵¹ Há registros de tentativas de criação de outras bolsas, a exemplo do Projeto de Lei nº 535 de 1955 do estado de São Paulo, que projetava uma bolsa de valores em Campinas. Isso demonstra a onda de criação dessa instituição, frequentemente associada pelos agentes do mercado à ideia de progresso econômico para as diferentes cidades.

Quadro 4. Brasil: Bolsas oficiais de valores existentes entre 1940 e 1963

Bolsas de valores criadas		
Bolsa	Ato de criação	Ano
Bolsa de Mercadorias e Valores da Bahia ⁵²	Decreto estadual n° 11.598	1940
Bolsa Oficial de Valores de Curitiba	Lei estadual n° 120	1948
Bolsa Oficial de Valores de Santa Catarina	Lei estadual n° 581	1951
Bolsa Oficial de Valores de Goiás ⁵³	Lei estadual n° 927	1953
Bolsa Oficial de Valores de Sergipe	Lei estadual n° 541	1953
Bolsa Oficial de Valores do Mato Grosso	-	1953
Bolsa Oficial de Valores da Paraíba	Lei estadual n° 1.000	1953
Bolsa Oficial de Valores do Pará	Lei estadual n° 176	1953
Bolsa Oficial de Valores do Rio Grande do Norte	Lei estadual n° 976	1953
Bolsa Oficial de Valores do Amazonas	Lei estadual n° 166	1953
Bolsa Oficial de Valores do Maranhão	Lei estadual n° 1120	1953
Bolsa Oficial de Valores de Alagoas	Decreto estadual n° 622	1954
Bolsa Oficial de Valores do Piauí ⁵⁴	Lei estadual n° 1.025	1954

⁵² A Bolsa de Mercadorias e Valores da Bahia foi criada a partir da introdução da negociação de valores mobiliários na Bolsa de Mercadorias da Bahia, existente desde 1926. O segmento de mercadorias seria então desmembrado em 1953.

⁵³ Criada inicialmente como Bolsa de Valores de Goiânia, mudou sua denominação para Goiás pela Lei estadual n° 1.385 de 1956.

⁵⁴ A bolsa de valores do Piauí foi precedida por duas bolsas, uma existente em Teresina, e outra em Parnaíba (PI).

Bolsa Oficial de Valores do Estado do Rio de Janeiro ⁵⁵	Lei estadual n° 3.728	1958
--	-----------------------	------

Bolsas que mudaram sua denominação		
Bolsa	Ato de mudança	Ano
Bolsa Oficial de Valores de São Paulo	Lei n° 2.479	1935
Bolsa Oficial de Valores de Santos	Lei n° 2.479	1935
Bolsa Oficial de Valores de Pernambuco	Decreto estadual n° 193	1952
Bolsa Oficial de Valores do Rio Grande do Sul	Lei estadual n° 2.286	1953
Bolsa Oficial de Valores da Bahia	Lei estadual n° 602	1953
Bolsa Oficial de Valores do Espírito Santo	Decreto estadual n° 1.540	1954
Bolsa Oficial de Valores do Ceará	-	1954

Elaboração própria com base em dados extraídos das respectivas leis e decretos.

O quadro acima nos permite observar o movimento de incorporação da titulação oficial nos nomes das bolsas de valores existentes, bem como o enorme movimento de criação de bolsas de valores ocorrido após 1953, dotando todos estados da federação de uma bolsa própria. No entanto, a proliferação de bolsas enfrentava, além dos percalços não apenas do desenvolvimento do mercado de títulos em regiões pouco acostumadas com o investimento de risco, a s várias dificuldades econômicas da metade do século XX, com grande recessão e desvalorização da moeda no pós-guerra e no final dos anos 1950. Conforme Levy (1977, p. 517), no pós-guerra, os títulos sofreram grande depreciação, e a depressão atingiu todas as atividades dos corretores. Apesar disso, ainda era premente a vontade de fortalecer o mercado de títulos, e, conforme Levy (*op. cit.*, p. 520), a mensagem

⁵⁵ A Bolsa do Estado do Rio de Janeiro foi criada em decorrência da criação do Estado da Guanabara, que separava a cidade do Rio de Janeiro do restante do estado. A bolsa sediava-se em Niterói, e teve funcionamento paralelo à bolsa do Rio de Janeiro até a reunificação dos dois estados, em 1975.

presidencial de 1952 “dedicou largo espaço à necessidade de fortalecimento do mercado de títulos”:

O Governo, no seu programa econômico e financeiro, reputa de grande importância a organização e o alargamento das operações das Bolsas de Valores. Um passo fundamental é disciplinar o lançamento e defender as cotações dos títulos públicos (...). Cabe, ainda, um melhor controle das emissões particulares a fim de resguardar o público (...) das corporações inidôneas (...).

No ambiente do pós-guerra, também houve uma abertura do mercado “absolutamente distinta da reclusão de caráter quase xenófobo que prevalecera durante toda a sua história e, mais especificamente, durante o Estado Novo” (LEVY, 1977, p. 524), e o mercado de capitais a partir de então seria fortemente influenciado pela tentativa de internacionalização. A aproximação marcadamente maior com o exterior contou inclusive com um convite pelo Conselho Interamericano de Comércio e Produção (CICYP) para uma conferência em Nova York em 1947, para a qual a Câmara Sindical do Rio de Janeiro enviou uma delegação para estabelecer relações econômicas com as demais nações do continente. A experiência foi reproduzida em âmbito nacional com a realização, em 1948, do III Congresso Nacional de Bolsas de Valores (LEVY, *op. cit.*, p. 526).

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro “sempre se plasmara por congêneres no exterior” (LEVY, 1977, p. 526), inicialmente seguindo o modelo parisiense, e posteriormente vinculando-se à bolsa de Buenos Aires pela similitude de problemas. Porém, no III Congresso Nacional, os agentes do mercado passam a propor uma vinculação mais estreita com a Bolsa de Nova York⁵⁶, espelhando-se no exemplo da proliferação do mercado financeiro nos Estados Unidos. Com essa e outras pautas, aprovou-se a carta das Bolsas de Valores do Brasil, solicitando diversas medidas ao governo federal⁵⁷ (LEVY, *op. cit.*, p. 528). Todos os Congressos de Bolsas de Valores

⁵⁶ A proposta constava no trabalho de Henrique Guedes de Mello, “Inversões de Capital Estrangeiro em Títulos de Bolsas Brasileiras”.

⁵⁷ Dentre elas, a redução da taxa sobre operações a termo; modificação da Lei das S.A.; plena execução da legislação sobre interferência do corretor em negociações com câmbio; uniformização nacional das atividades dos corretores; organização das Câmaras de Compensação e Caixas de Liquidação.

enfaticavam, segundo a autora, a mesma necessidade: reanimar o movimento de títulos da dívida privada. Nesse caso, o mercado de títulos ainda se encontrava em certo descrédito, sendo comum que jornais propagandassem os investimentos em imóveis contrapondo-os aos investimentos em ações e demais títulos, que não ofereceriam a segurança adequada.

Foi no encalço dessa pretensão de expansão do mercado de títulos que os corretores iniciaram um movimento visando a inscrição de todas as sociedades anônimas existentes no país em Bolsas de Valores (LEVY, 1977, p. 574). O comprometimento da imprensa na campanha levou inclusive à realização de um painel sobre investimentos privados no Brasil em 1956. A Associação Brasileira de Portadores de Títulos também fora criada sob patrocínio da bolsa para defender interesses de titulares, principalmente pequenos acionistas, visando maior atratividade aos investidores menores para o mercado (LEVY, *op. cit.*, p. 578).

O período de 1945 a 1964 é considerado geralmente como uma transição, um meio caminho entre a estrutura ainda simples de intermediação financeira que se firmou na primeira metade do século e uma complexa estrutura montada após as reformas de 1964-1965 (LOPES; ROSSETTI, 1983, p. 276). Houve uma penetração no território brasileiro da rede de intermediação financeira de curto e médio prazos, elevando-se o número de agências bancárias, desenvolvendo também diversas companhias de crédito, financiamento e investimento, voltados especialmente para a implantação dos novos setores industriais no país, produtores de bens de capital e bens de consumo durável. O Estado participou ativamente desse processo de expansão financeira, criando o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE) e outras instituições financeiras de apoio a regiões menos dinâmicas como o Banco do Nordeste do Brasil, o Banco de Crédito da Amazônia e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul. Mas, sobretudo, passou a estruturar mais sistematicamente sua atuação junto ao mercado financeiro por meio da criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) em 1945. O organismo objetivava prestar assessoria, controle e fiscalização ao sistema financeiro do país. Dentre as funções, estava a de regulação das bolsas de valores, até então reguladas apenas estadualmente, pelas respectivas Secretarias da Fazenda. Tratou-se, portanto, de uma importante centralização regulatória do mercado de capitais brasileiro, que aumentava sua integração na medida em que se tornava necessário adotar parâmetros e estabelecer

controles para possibilitar a expansão e circulação dos investimentos financeiros no território.

O mercado de capitais dessa época, assim, refletia uma vontade de estruturação e modificação. Tratava-se de uma transição a partir de uma estrutura ainda herdeira de tradições coloniais ou imperiais, com a incorporação de valores advindos de um mercado financeiro mundial já em formação, especialmente com a renovação dos ideais liberais de mercado e a importação de técnicas e normas originadas sobretudo nos Estados Unidos. Tudo isso se refletia no estabelecimento de novas instituições financeiras, de novos órgãos de controle, e viria a culminar, após os anos 1960, na denominada “modernização” do mercado de capitais, uma série de mudanças que buscavam integrar o mercado financeiro no território sob um mesmo marco regulatório, adaptando-o às ideologias do mercado financeiro internacional e preparando-o para um processo de maior internacionalização.

2.2. A modernização do mercado de capitais e a centralização das bolsas de valores brasileiras

2.2.1. O processo de institucionalização do mercado de capitais (1964-1999)

Foi em um cenário de intensa turbulência política e econômica que as novas mudanças no mercado de capitais foram colocadas em prática. A pesada crítica dos agentes do mercado financeiro às políticas econômicas vigentes nos anos 1950 e no início dos anos 1960, especialmente com relação às taxas de inflação (LEVY, 1977, p. 597) se misturava com a longa reivindicação, por parte dos mesmos agentes, de uma maior atenção do Estado às necessidades do setor financeiro. Mesmo com a instabilidade, o mercado financeiro teve uma decolagem já no ano de 1962, estando em ascensão a despeito de todos os conflitos políticos. Isso não impedia, no entanto, as principais vozes do mercado financeiro de defender mudanças na forma como o governo se relacionava com o mercado, chegando mesmo a apoiar mudanças drásticas e controversas. A política econômica do momento era vista como obstáculo, e Levy (*op. cit.*, p. 611) pontua que “apesar de a Bolsa se mostrar segura em relação ao mercado, foi com grande alívio que recebeu as notícias da ‘Revolução da Confiança’, nome do artigo com que saudou o movimento político militar de 1964”.

Uma discussão também controversa e que ganhava destaque dizia respeito ao chamado “processo de democratização do capital” (LEVY, *op. cit.*, p. 597). Foi realizado, em 1963, o I Simpósio Brasileiro sobre Capitalismo do Povo, contando com a participação de universitários, professores, diretores e gerentes de empresas, para defender o conceito de que o mercado de capitais deveria ser popularizado, levando à participação de maior parcela da população nas suas dinâmicas e, assim, seria “democratizado”. Conforme Levy (*op. cit.*, p. 609), entre os oradores do simpósio se encontravam figuras como Walter Poyares e Mario Henrique Simonsen, importantes protagonistas da política econômica que se consolidaria nos anos seguintes. O ideário que permeava as reuniões, uma defesa de colocar o mercado de capitais à disposição de um público mais amplo, permitindo uma maior participação nos investimentos, fundamentaria em grande parte as políticas para o mercado de títulos levadas a cabo nos anos seguintes, visando a criação de

meios de ampliar a participação nos mercados, tais como fundos específicos de investimento.

A maior mudança, porém, se daria por meio de uma pesada reforma legislativa. O golpe militar perpetrado em abril de 1964 alterou a política econômica como um todo. A instituição da Lei nº 4959 (Lei da Reforma Bancária), de dezembro de 1964, reformou o Sistema Financeiro Nacional, criando o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BC ou BCB), que juntos passaram a substituir a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e, em conjunto com o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE), passaram a organizar a política econômica do país. Essa nova regulamentação, que consolidava o gerenciamento da economia na forma de autarquias e conselhos que seriam responsáveis pelo controle e regulação a nível nacional da política monetária lançou as bases do novo sistema financeiro do país, que passou a contar com órgãos cada vez mais especializados para planejar e solucionar questões do mercado de capitais.

As reformas regulatórias eram acompanhadas por uma política econômica levada a cabo a partir de 1964 que pretendia deliberadamente fortalecer o setor privado⁵⁸ (LEVY, 1977, p. 622). Por esse motivo, criaram-se expectativas de que fossem geradas condições consideradas mais favoráveis ao desenvolvimento do mercado de ações. Tais expectativas se cristalizaram na aprovação da Lei do Mercado de Capitais de 1965 (Lei nº 4.728), que disciplinou por completo e pela primeira vez de maneira sistemática o mercado nacional de capitais (FONSECA, 1970, p. 248). Estabelecia novas regras para o funcionamento do mercado de títulos, principalmente com relação ao registro de corretores e *underwriters*⁵⁹, à publicação de dados relacionados às entidades e à estrutura operacional das bolsas. Também defendia, conforme observa Sarno (2006, p. 89), os princípios da divulgação de informações e da autorregulação, objetivando-se, com todas essas medidas, uma sinalização de confiança aos investidores no mercado por meio de normas que protegessem interesses de investimento em longo prazo. Também houve a organização

⁵⁸ A reforma financeira de 1964/65 teve, para Sarno (2006, p. 89), “o objetivo de consolidar (...) o braço privado e promover, ainda, uma maior abertura da economia ao capital externo, mas dando seguimento ao papel fundamental até então atribuído aos bancos públicos”.

⁵⁹ Conforme Sandroni (1999, p. 619), o *underwriting* é o “lançamento de ações ou debêntures para subscrição pública”, colocação que é feita “em geral, por um banco de investimento, muitas vezes associado a outras entidades financeiras”.

do Sistema de Distribuição de Títulos e Valores Mobiliários, através do qual deveria ser realizada “qualquer emissão, colocação, distribuição ou negociação de títulos” (ARRUDA, 2008, p. 157).

Com isso, as bolsas de valores ganham, pela primeira vez, a atenção específica do Estado enquanto elemento dinamizador da economia. A gestão das bolsas passa para a alçada do Banco Central que, junto ao Conselho Monetário Nacional (doravante, CMN), passa a regulamentar e normatizar as bolsas, bem como registrar seus intermediários⁶⁰. Outras regulamentações complementavam esse novo modo de encarar a regulação financeira no país. A Resolução n° 39 do Banco Central, de 1966, deu complemento substantivo à Lei do Mercado de Capitais, disciplinando a constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores e companhias de corretagem (DELTEC, 1968, p. 138). A partir dessa resolução, as bolsas passavam a ser definidas como *associações civis e sem fins lucrativos* (ARRUDA, 2008, p. 158).

A Resolução do BC n° 39, além de modificar a situação jurídica das bolsas, também modificou a de seus participantes. Os intermediários responsáveis pelas negociações não mais seriam constituídos em nome de uma pessoa apontada oficialmente, mas de qualquer pessoa física ou jurídica que desejasse assumir a forma de *sociedade corretora* (FONSECA, 1970, p. 264). Com isso, os corretores individuais gradativamente deixam o mercado, dando espaço ao surgimento de empresas que controlam o intermédio das negociações na bolsa.

Além das leis e da resolução, que tiveram um impacto determinante no mercado de capitais, outras normativas buscaram abertamente incentivar o crescimento do número de investidores e de empresas de capital aberto. A Lei Fiscal n° 4.506, por exemplo, definiu a expressão “sociedade anônima de capital aberto”, estabelecendo incentivos fiscais às companhias com ações disponíveis a público (SARNO, 2006, p. 89). Isso vinha ao encontro da eliminação, através da Lei do Mercado de Capitais, dos requisitos impostos pela antiga lei de sociedades anônimas, deixando a cargo do CMN “instituir

⁶⁰ Conforme Calabro (2010, p. 55), a Lei n° 4.729 de 1965 atribuiu ao Banco Central a competência para conceder autorizações necessárias para o funcionamento das bolsas de valores no país, também atribuindo ao CMN o poder de regulamentar as bolsas, estabelecendo regras sobre constituição, extinção, forma jurídica, organização e funcionamento das instituições. Garantia ainda autonomia administrativa, financeira e patrimonial às bolsas, não mais qualificando-as como “órgão auxiliar” dos poderes públicos como fazia a legislação anterior, conforme ressaltado pelo autor.

periodicamente as condições necessárias às sociedades anônimas para serem consideradas de capital aberto”.

O Decreto-Lei n° 157/67 foi uma das grandes expressões dessa intenção de fomento ao mercado de títulos brasileiro, criando um incentivo fiscal que concedia uma dedução de impostos para estimular a compra de ações. Representando um patente incentivo à participação ampla de investidores no mercado de capitais e ligado à ideia do “capitalismo popular”, a normativa permitia uma dedução de impostos associada à compra de ações, possibilitando a pessoas físicas ou jurídicas investirem nos “Fundos de Investimento 157”, que permitiam comprar novas ações e debêntures no mercado. Sarno (2006, p. 97) observa que, a despeito da ambição, inicialmente o programa de fundos não tiveram papel significativo nos negócios, mas tiveram importância ao suprir recursos líquidos, tornando-se, a partir de 1974, o principal investidor institucional do mercado brasileiro, posição que seguiria até 1982, quando as entidades de previdência privada o superaram.

As mudanças trazidas no regime proprietário das bolsas de valores trariam a elas consequências jurídicas, financeiras e também geográficas. A Lei do Mercado de Capitais permitiu que as bolsas, na forma de associações civis sem fins lucrativos, sob propriedade apenas das corretoras que delas eram sócias, deixassem de estar ligadas ao Estado, podendo, agora, planejar seu próprio futuro, com base apenas nos agentes que as compunham.

A gerência dos assuntos internos passava a ser feita pelos Conselhos Administrativos das bolsas, compostos por representantes diversos do mercado de capitais, reunindo assembleias gerais para os processos de decisão e controle do funcionamento da bolsa, que funcionaria mantendo um mercado livre e aberto especialmente organizado”. Monte Carmello (1977, p. 95) observa que a partir dessa mudança ficam claras três funções do mercado: (a) proporcionar liquidez aos valores mobiliários transacionados (pois há um local definido, o pregão); (b) determinar o preço certo (sendo mercado livre e aberto); (c) garantir segurança às operações de compra e venda efetuadas (com sistemas adequados de negociação).

Surge, com isso, o conceito de *autorregulação* das bolsas de valores, por meio do qual as bolsas passam a colaborar em sua própria regulação, colaborando com a supervisão realizada pelo Banco Central e pelo CMN. Essa liberdade de atuação permite às bolsas se

pautarem cada vez mais por seu progresso financeiro, seja por iniciativa própria ou por associação a outras bolsas. Essa mudança no estatuto jurídico das bolsas se concretizou com a queda do título “Oficial” do nome das bolsas. Assim, a Bolsa de São Paulo passa, em 1967, através de medida aprovada por assembleia interna (portanto não mais sujeita à intervenção estatal direta), a se chamar apenas Bolsa de Valores de São Paulo⁶¹ (CARVALHO, 2012, p. 88).

O momento de desenvolvimento do mercado de capitais voltado ao fortalecimento do setor privado que, como já afirmamos, tornou-se o mote da política econômica para o mercado no período autoritário, assinalou o declínio final das negociações com títulos públicos (BRANDÃO, 1999, p. 81). Em 1965, representavam apenas 5% do volume total da bolsa e foram largamente superados pelos papéis acionários. Tais títulos padeciam de falta de credibilidade, estando em queda livre até os anos 1970, chegando a sair de pauta em maio de 1974, com os últimos papéis sendo negociados na Bovespa.

O aumento das negociações, por sua vez, era impulsionado pelo início do processo de informatização das operações, com a criação de instrumentos matemáticos e financeiros que permitiam uma maior flexibilização das operações no mercado de capitais. A criação do Ibovespa em 1968, por exemplo, é tida como um marco para as referências gerais do movimento da bolsa de valores no Brasil, na medida em que buscava selecionar um conjunto de ações que refletisse e resumisse, através de um valor específico, o movimento diário do mercado. Esse índice, ao estabelecer uma estatística padronizada do movimento do mercado, foi, para Arruda (2008, p. 160), fator essencial para a integração da Bovespa com as demais bolsas do país.

A complexificação de instrumentos e a intenção de desligar as bolsas de valores da intervenção direta do Estado — não apenas para conferir a elas maior liberdade, mas para possibilitar uma atenção especial a elas — fez com que se planejasse um órgão específico para tratar dos assuntos relativos aos títulos mobiliários. Assim, a Lei n° 6.385 de 1976 criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (DUTRA, 2008, p. 134), autarquia⁶²

⁶¹ Conforme Brandão (1999, p. 82), a Bovespa perde o caráter oficial, tornando-se associação civil sem fins lucrativos através de uma assembleia geral no dia 7 de março de 1967.

⁶² Embora criada como entidade regulatória em meio ao regime militar, Costa (2006, p. 319) nota que o contato da CVM com a classe política se restringia à ligação da autarquia com o Ministério da Fazenda. Em parte pelos diversos problemas enfrentados à época, a CVM teria sido vista como irrelevante para a

que passaria a regulamentar as bolsas de valores e, depois, as bolsas de mercadorias e futuros (pelas Leis nº 10.303/01 e nº 10.411/02). Essa dedicação exclusiva ao mercado de títulos demarcava que o Banco Central não tinha mais capacidade de abranger a tarefa de regulação do mercado de capitais em meio às outras atividades — era necessário um acompanhamento mais específico do regulador, em prol de criar um ambiente propício à atração de novos investidores, dada a quantidade de problemas regulatórios a resolver (SARNO, 2006, p. 101). Como uma das maiores questões enfrentadas pelo órgão normativo foi a descrença com relação à atuação do Estado frente ao mercado como elemento positivo, as medidas passaram a ser tomadas de maneira a aumentar a visibilidade da atuação, adotando audiências públicas para os novos atos normativos e editar Notas Explicativas para cada ato (SARNO, *op. cit.*, p. 104), buscando estabelecer uma comunicação direta e confiável com os participantes do mercado. Assim, se o Banco Central era importante até então como depositário de informações, a CVM buscou estabelecer uma linha direta de transmissão dessas informações.

Com a atuação da CVM em busca de um novo dinamismo do mercado de capitais, a definição das companhias abertas é novamente alterada, com a Lei nº 6.404/76, a Lei das Sociedades Anônimas, estabelecendo que só companhias registradas na CVM poderiam distribuir valores no mercado, mas definindo também que “companhia aberta”⁶³ seria aquela cujos valores mobiliários são negociados publicamente” (SARNO, *op. cit.*, p. 109). Criava-se ainda a obrigatoriedade da correção monetária dos ativos permanentes e do patrimônio líquido, de modo a eliminar as distorções dadas pela deterioração do poder de compra, o que aumentaria a segurança dos investidores nas sociedades, servindo como incentivo ao mercado. Isso fazia parte de um conjunto de políticas que a CVM buscou estabelecer, a partir de então, para garantir a segurança dos investimentos⁶⁴, assim como

intervenção estatal e, além disso, o ministro da fazenda Mário Henrique Simonsen garantia a liberdade de atuação da entidade, isolando-a das dinâmicas políticas.

⁶³ Sarno (2006, p. 104) pontua que a adoção de um conceito distinto, com parâmetros diferentes, para as companhias abertas impede a comparação dos períodos anterior e posterior à CVM, pois até então utilizava-se o conceito adotado pelo Banco Central que definia as “sociedades de capital aberto”.

⁶⁴ Entre outras disposições, estava a de proteção do acionista, que instituía instrumentos como o dividendo mínimo obrigatório, as vantagens econômicas das ações preferenciais, a instituição da oferta pública em caso de alienação de controle, o voto múltiplo, a criação do agente fiduciário e a flexibilização dos contratos,

a difusão de informações⁶⁵. De 1978 a 1987, a instituição expediu várias normativas exigindo a divulgação de informações anuais, trimestrais e demonstrações financeiras para a atualização dos registros das companhias, aplicando multas no caso de descumprimento.

A essa primeira fase de reformas nos anos 1970, que instituiu a CVM e a Lei das Sociedades Anônimas, sucedeu uma segunda fase que visou garantir a expansão dos mercados por meio dos investidores institucionais (SARNO, *op. cit.*, p. 142-143). A Lei n° 6.435 de 1977 regulamentou as Entidades Fechadas e Abertas de Previdência Privada (EFPP e EAPP) e o Decreto-Lei n° 79.459/77 criou o Fundo de Participação Social. Além disso, Fundos Mútuos de Investimento passaram a ter vantagens fiscais, e em 1984 foram criados os Fundos de Ações e os Fundos de Renda Fixa, permitindo flexibilizar carteiras de investimento através da criação de novos instrumentos para direcionar o capital. Também cresceria, após 1984, o investimento coletivo na forma de Clubes de Investimento (SARNO, *op. cit.*, p. 161), logo regulados pela Instrução CVM n° 40/84, identificando-os como “condomínios constituídos de pessoas físicas para aplicação de recursos comuns em títulos e valores mobiliários”. O fortalecimento desses investidores institucionais e dessas formas coletivas de investimento substituiu a política de isenção fiscal e de fomento direto ao mercado que foi simbolizada pelos Fundos 157. Isso significou uma mudança na planificação do mercado de capitais em direção à participação no mercado acionário através de instrumentos diversos que poderiam compor carteiras de investidores e de instituições como os fundos de pensão.

Como apontamos, o novo estatuto jurídico dado pela Lei do Mercado de Capitais às bolsas de valores e sua nova forma de propriedade as permitiu agir de acordo com novos princípios, norteadas pelo próprio sucesso financeiro e pela expansão de mercado mais do que por motivos oficialistas como ocorria em grande parte das bolsas ligadas aos governos estaduais. É isso que faz com que, na década de 1970, ocorra um período de subsequentes

todos aspectos que em grande parte traziam aspectos positivos aos acionistas minoritários (SARNO, 2006, p. 140).

⁶⁵ Conforme Sarno (2006, p. 104), a regulação também buscava combater o *insider trading* com base no conceito de informação privilegiada, definindo com precisão os agentes passíveis de punição. A partir da Instrução CVM 31/84, passa a ser informação relevante “qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou na decisão dos investidores em negociar com aqueles valores mobiliários”.

fusões entre as bolsas de valores do país, com a formação das chamadas *bolsas regionais*, que passaram a reunir mercados de capitais de vários estados. As bolsas, uma vez constituídas em associações civis, tinham liberdade para fundir-se e associar-se entre si e, conforme Leite (2011, p. 37), configuraram-se, a partir de então, dois tipos de bolsa: aquelas que permaneceram “isoladas”, devido à força de seu mercado; e aquelas que fundiram-se em bolsas regionais, em busca do fortalecimento. Consolidam-se então as seguintes bolsas, até os anos 1980:

Quadro 5. Brasil: Instituições de bolsa existentes entre 1965 e 1999

Bolsas “regionais”		
Bolsa de Valores	Bolsas fundidas	Ato de fusão
Pernambuco-Paraíba (BVPP)	Pernambuco Paraíba	AD-CVM 71 (26/07/1983)
Bahia-Sergipe- Alagoas (BVBSA)	Bahia	AD-CVM 15 (19/02/1979) [Bahia-Alagoas]
	Alagoas	
	Sergipe	AD-CVM 71 (14/01/1980) [Inclusão de Sergipe]
Extremo Sul (BVES)	Rio Grande do Sul Santa Catarina	Assembleia (25/01/1978)
Minas-Espírito Santo-Brasília (BOVMESB)	Minas Gerais	Aut. BC A-72/2.461 (02/05/1975) [Minas-Espírito Santo]
	Espírito Santo	
	Goiás	Resol. BC 231 (12/09/1972) [Brasília, Goiás e Mato Grosso]
	Brasília	
	Mato Grosso	(1976) [Minas-Espírito Santo-Brasília]
BV Regional (BVRg)	Ceará Rio Grande do Norte	AD-CVM 133 (04/08/1981) [Ceará-Rio Grande do Norte]

Pará	
Amazonas	AD-CVM 146 (13/01/1982)
Maranhão	[Inclusão dos demais]
Piauí	
Bolsas “isoladas”	
São Paulo (BVSP/BOVESPA)	
Rio de Janeiro (BVRJ/BOVERJ)	
Santos (BVSt)	
Paraná (BVPR)	

Elaboração própria.

As 22 bolsas existentes no Brasil no final dos anos 1960 transformam-se, assim, em apenas 9 bolsas, 5 regionais e 4 “isoladas”. As bolsas de Rio de Janeiro e São Paulo permaneceram assim por serem, ao momento, as bolsas mais desenvolvidas do país e, provavelmente, não enxergarem na fusão uma vantagem em termos de seu mercado. As bolsas do Paraná e de Santos, por sua vez, com mercados locais desenvolvidos mas com um porte bem menor, acabaram também não se fundindo com nenhuma outra. A bolsa de Pernambuco, bastante tradicional, uniu-se à bolsa da Paraíba. As bolsas de Rio Grande do Sul e de Santa Catarina também se unificaram. Já a Bovmesb resultou de uma confusa dinâmica que incluiu a criação da Bolsa de Valores de Brasília em 1967, em meio às expectativas da transferência do poder político para a recém-inaugurada capital, sua rápida absorção dos mercados de capitais de Goiás, Mato Grosso e Rondônia, dado o dinamismo dessa nova bolsa, criando a Bolsa Regional de Brasília (que mudou novamente, em 1974, para Bolsa de Valores de Brasília), e sua subsequente fusão à BOVMES, formada por Minas Gerais e Espírito Santo. Finalmente, diversas bolsas do Norte e do Nordeste, que fizeram confluir uma série de mercados incipientes em duas bolsas. No caso da BVBSA, a bolsa baiana representava a mais dinâmica e, no caso da Bolsa Regional, a bolsa cearense.

A formação das bolsas regionais aproximava o mercado de capitais brasileiro da vontade já expressa há tempos por vários de seus participantes de criar um mercado nacional integrado. O mercado nacional a ser reunido na Bovespa começou a tomar contornos de realidade por volta de 1970, quando, no primeiro pregão do ano, as ações de

empresas de outros estados foram negociadas na Bolsa de São Paulo. O presidente da bolsa, João Osodio Germano, também presidente da Comissão Nacional de Bolsas de Valores, expressou isso dizendo que sua ideia era “estabelecer uma rede nacional de vasos comunicantes entre a poupança pública e as iniciativas empresariais: ‘se todo o território nacional’, exemplificou, ‘fosse coberto por um mercado de capitais integrado, ativo e operante, teríamos fixada, em bases sólidas, a estrutura financeira indispensável à sustentação e aceleração do desenvolvimento econômico brasileiro” (BOVESPA, 1989, p. 70). Além da possibilidade de listagem entre as bolsas, outro fato colaborou definitivamente para a integração na forma de interação entre as bolsas em 1988, com a abertura das corretoras permissionárias correspondentes, que passaram a ter autorização para operar em outras bolsas através de corretoras-membro (BOVESPA, *op. cit.*, p. 78).

Estava, dessa forma, fundamentado o caminho para a unificação do mercado nacional e para seu fortalecimento institucional. O viés do governo autoritário fortalecera o desenvolvimento do setor privado no mercado, ao mesmo tempo que não abria mão de planificar institucionalmente o controle das entidades de bolsa. Ao criar uma estrutura regulatória mais ampla e desligar as bolsas da direção estatal, o governo do período deixara algumas balizas fundamentais para que, nos anos seguintes, as bolsas passassem por um processo de fusão ainda maior, e inicializassem uma profunda internacionalização através da abertura dos mercados, facilitada pelos entes reguladores que agora buscavam aproximar-se do mercado e responder a seus anseios.

Até os anos 1960 o sistema bursátil era bastante descentralizado, pouco estruturado em termos de regulação — com a regulação a cargo de autoridades mais generalistas —, bastante oficialista e tradicional — contando com gerações de corretores apontados pelo governo — e pouco corporativista. Isso permitia, ao mesmo tempo, uma difusão territorial mais ampla, na medida em que o mercado oficializado seguia a dispersão da estrutura estatal pelo território — refletida na obrigatoriedade prática de haver uma bolsa em cada estado — e uma limitação ao crescimento das bolsas que, imersas em funções burocráticas e cercadas por uma regulação ainda ligada aos princípios de uma economia agrário-exportadora, não tinha espaço especial destinado ao poder financeiro na elaboração das leis e decretos.

O que emergia a partir de então era um sistema regulatório centralizado e especializado, que buscava no mercado de capitais um modo de promover o crescimento econômico do país e, portanto, via sua expansão — inclusive em termos de popularização

— como fundamental. Além disso, forjava-se um sistema de bolsas um pouco mais fortalecido, porém menos disperso territorialmente, lançando as bases fundamentais para que as bolsas que não se unissem às maiores do gênero não conseguissem concorrer com as demais e estivessem fadadas ao desaparecimento. Iniciar-se-ia, nos anos 1990, um período de centralização e internacionalização do mercado bursátil brasileiro.

Além disso, uma crescente busca pela participação no mercado internacional pode ser observada no setor financeiro desse período. Tavares (1973) observa, no modelo dessa época, uma “‘internacionalização’ dependente”, na qual a fusão de interesses de grupos industriais, financeiros e comerciais de distinta procedência permite uma maior internacionalização da empresa produtiva mediante novas formas de associação promovidas pelo capital financeiro. Ocorre um rearranjo da estrutura oligopólica interna, de forma a “adaptar-se melhor às novas regras do jogo econômico internacional”.

Já nos anos 1980 a Bolsa de São Paulo vinha ganhando volume e disputando com o Rio de Janeiro a posição de maior bolsa do território nacional. Os principais acontecimentos do mercado acionário não diziam mais respeito apenas ao Rio de Janeiro, mas era em São Paulo que se encontrava grande parte do dinamismo do mercado de títulos. Se o Rio de Janeiro, com sua ligação histórica com o aparato estatal, tendia a contar com maior liquidez nos títulos públicos, a bolsa de São Paulo, que contou com a industrialização como elemento dinamizador do mercado de títulos, se especializava no comércio de títulos privados. Foi com esse panorama que, em 1984, a Bovespa se afirmou pela primeira vez como líder do mercado nacional, contando com 61% dos volumes negociados (ARRUDA, 2008, p. 161). Esse ano foi considerado como a afirmação da Bovespa sobre o mercado de títulos brasileiro (BOVESPA, 1989, p. 80). A Bovespa atraía títulos de todo o país e, em 1989, das 635 companhias registradas nas bolsas que ainda existiam, 592 eram negociáveis nela (BOVESPA, *op. cit.*, p. 80), permitindo-a ocupar o primeiro lugar entre as bolsas da América Latina e o 16º entre as bolsas mundiais (ARRUDA, 2008, p. 165).

O gráfico a seguir permite avaliar a evolução do mercado das diversas bolsas de valores existentes no Brasil nas últimas décadas do século XX:

Gráfico 1. Percentual representado pelas negociações nas bolsas de valores no mercado de valores brasileiro (1970-2000)

Elaboração própria com base em dados da Comissão de Valores Mobiliários.

*A partir de 1991, as bolsas regionais passaram a ser contabilizadas junto ao Rio de Janeiro sob a titulação de Sistema Eletrônico de Negociação Nacional (SENN)

Observamos, através do gráfico, que o mercado de títulos, mesmo com a existência das diversas bolsas regionais, era extremamente concentrado no Rio de Janeiro e em São Paulo. Mesmo em 1970, ano em que essa concentração ainda era menos expressiva, o mercado das demais bolsas alcançava pouco mais de 10% do total em volume, representado principalmente pela Bovmesb. A Bolsa de Minas-Espírito Santo-Brasília e a Bolsa do Extremo Sul, foram as únicas a ter um movimento mais expressivo. Apesar de

terem um volume de negociações tão diminuto perto dos mercados carioca e paulista, as bolsas regionais tiveram certo movimento até o final dos anos 1990, quando suas operações passaram a ser contabilizadas junto à Bolsa do Rio, através do Sistema Eletrônico de Negociação Nacional (SENN). Essa reunião das operações representava a perda definitiva da relevância das bolsas regionais que, por seu baixo volume de negociações e baixo desenvolvimento técnico, passavam a submeter-se à bolsa carioca. Posteriormente, suas negociações seriam todas absorvidas pela Bovespa, como trataremos adiante.

Embora em 1972 tenha havido uma rápida ascensão das negociações na Bovespa, foi após 1983 que observamos a conclusiva tomada do mercado por essa bolsa. A partir desse momento, as negociações na Bolsa do Rio começaram a diminuir sua potência sobre o mercado nacional, chegando a menos de 20% nos anos 1990. A reversão final do cenário de dominação que a bolsa do Rio de Janeiro praticou historicamente se deu em 1989, com uma forte crise que atingiu o mercado acionário, resultado do aumento, na década de 1980, dos movimentos especulativos, propiciado pela complexificação das operações e criação de novos instrumentos de aplicação. O ápice da crise ocorreu quando o empresário Naji Nahas, um especulador de mercado, supostamente passou a praticar um esquema massivo de compra e venda de títulos, concentrando posições de compra no mercado a vista, de opções e de futuros da bolsa, conforme relata Arruda (2008, p. 170-188). Nahas atuou inicialmente na Bolsa de São Paulo, mas logo entrou em conflito com os agentes de regulação da bolsa, que buscaram cercear suas negociações obscuras. Vendo suas vantagens serem tolhidas no mercado paulista, o empresário transportou seu esquema para a Bolsa do Rio que, em busca de aumentar sua liquidez que vinha sofrendo quedas preocupantes, acolheu seus investimentos. O esquema, que envolveria a participação de corretoras e empréstimos bancários, não tardou a colapsar em decorrência da desconfiança dos bancos quanto à solvência de Nahas. Ao atingir a inadimplência, acabou por quebrar o caixa da bolsa do Rio de Janeiro, fato que teve forte impacto e, além de colocar em questão a operacionalidade da bolsa carioca, dificultou em muito sua recuperação financeira.

A força de São Paulo enquanto centro de negociações de títulos traria ainda o desenvolvimento de uma instituição que teria grande peso, posteriormente, na formação de uma bolsa única no país. A Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F) surgiu a partir de projetos iniciados no âmbito da própria Bovespa — presidida por Eduardo Rocha

Azevedo — em 1983, com vistas a ampliar a atuação da bolsa (LUQUET, 1995, p. 29). Como trabalhado no capítulo 1, a história das bolsas de mercadorias caminha de forma independente das bolsas de valores. Essas histórias, porém, em diversas oportunidades se tocam e se entrecruzam, desde o início das praças financeiras com corretores gerais que tratavam tanto de mercadorias quanto de títulos mobiliários, até a formação da BM&F.

A Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP) já existia desde 1917. Fora criada em meio à crise do café e o princípio da industrialização, com uma função dupla de diversificar o mercado de produtos agrícolas e de facilitar a obtenção de matérias-primas para as fábricas que então se instalavam, principalmente as de tecidos⁶⁶. Contava, no entanto, com uma estrutura ainda relacionada às tradicionais bolsas de mercadoria da primeira metade do século XX, não havendo incorporado os diversos mecanismos de negociação surgidos a partir de 1960, ainda que tivesse revitalizado, em 1987, operações com futuros através de contratos de soja e café.

Assim, o projeto da BM&F ocorria inicialmente em conjunto entre a BMSP e a Bovespa, que compartilhariam suas experiências para a formação de uma bolsa com um mercado específico e bem desenvolvido. Diferente da ideia de uma bolsa diretamente dedicada ao comércio de mercadorias, a ideia de criar a BM&F buscava ampliar os instrumentos financeiros e abrir novas possibilidades técnicas para a negociação de derivativos. Era, portanto, distinta de uma bolsa focada apenas em mercadorias, e representava a criação de uma nova entidade bursátil, a “bolsa de mercadorias e futuros”. A bolsa de futuros foi deliberadamente inspirada na Chicago Mercantile Exchange (CME)⁶⁷ e buscava, à época, incorporar suas técnicas operatórias enquanto bolsa de derivativos.

Em 1985, a BMSP desistiu da participação no projeto, deixando a Bovespa como única responsável. Apesar das dificuldades geradas por esse atrito e das dificuldades

⁶⁶ A bolsa permitiu regulamentar os mercados de algodão, açúcar, arroz, boi, café, farinha de trigo, feijão e milho, entre outros. Gradualmente, foi se estabelecendo enquanto instituição responsável pelo controle de qualidade de alguns produtos, como algodão, ao ponto de Azevedo (2000, p. 58) mencionar que em 1941 a BMSP foi transformada em órgão técnico e consultivo do poder público. Essa estrutura foi herdada e ainda perdura dentro da BM&FBovespa.

⁶⁷ A criação da bolsa teve forte inspiração estadunidense, e envolveu viagens dos membros fundadores às bolsas de mercadorias de Chicago, Nova York e Londres. A ligação era tanta que, conforme Luquet (1995, p. 36), a data de fundação, 4 de julho, homenageava a data de independência dos Estados Unidos.

técnicas no estabelecimento de um novo sistema de negociações, em 1986 a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) abriu suas portas⁶⁸, registrada como associação mutuária, da mesma forma que a Bovespa. Realizou-se, a partir de então, um pesado investimento em *marketing* para divulgar as novas possibilidades do mercado, que buscou abarcar mercados “físicos” mais tradicionais de *commodities*, outros ainda pouco explorados pelas bolsas como o de ouro, e também negociações mais abstratas como os futuros de índices e os contratos de *swaps*⁶⁹. A BM&F, embora fosse uma entidade independente, manteve desde então íntima ligação com a Bovespa⁷⁰.

Consolidando-se como bolsa de grande força no mercado paulista, a BM&F termina por absorver a BMSP em 1991, impulsionando o desenvolvimento, dentro da nova bolsa, dos mercados agropecuários. Essa movimentação empurrou para dentro da regulação do mercado de capitais parte da estrutura de negociação de mercadorias e *commodities*, resultando, por exemplo, na regulamentação do mercado de futuros pela CVM e pelo BC a partir de 1986 (Resolução CMN n° 1.190) (LUQUET, 1995, p. 106). A criação e desenvolvimento da BM&F, para Noda (2010, p. 24), tem grande importância para a concentração do mercado em São Paulo, já que “(...) teria sido parte da estratégia da Bolsa paulista para a tomada de liquidez do mercado, então concentrada no Rio de Janeiro”.

Além da bolsa de futuros, damos destaque ao surgimento dos mercados de balcão no país. Surgidos em paralelo ao mercado de bolsa, esses mercados buscavam direcionar seus aportes para pequenas e médias empresas que não se encontravam aptar ao mercado

⁶⁸ De acordo com Luquet (1995, p. 45), a questão da nomenclatura teve grande peso no estabelecimento das bolsas. Inicialmente, a BM&F trazia “Mercantil” no nome, em oposição à bolsa “de Mercadorias” já existente, buscando assim diferenciar-se desta. O governador de São Paulo Franco Montoro, quando inaugurou a bolsa, erroneamente chamou-a de “Bolsa de Mercadorias e de Futuros”. Poucos anos depois, quando da incorporação de uma bolsa pela outra, no entanto, foi esse o nome adotado, misturando ambas as nomenclaturas.

⁶⁹ Operação na qual se troca posições de compra ou venda de moedas ou juros.

⁷⁰ O contrato de futuro do chamado “índice Bovespa” foi, desde cedo, considerado o “carro-chefe” da BM&F (LUQUET, 1995, p. 67). Além disso, em 1987, tentou-se unificar as duas bolsas, promovendo o compartilhamento de diversas de suas infraestruturas. A fusão não funcionou à época, e gradualmente a BM&F foi remontando suas estruturas, até instalar um centro de processamento de dados próprio em 1990, consolidando a segmentação das bolsas que duraria mais 17 anos (BM&F, 2006, p. 70).

tradicional devido aos altos custos das exigências legais para a participação nas bolsas de valores. Noda (2010, p. 29) considera que, além dos mercados de bolsa, pode haver mercados de balcão tanto organizados como não organizados⁷¹, diferenciados pela exigência regulatória de cada um. É interessante notar que, embora a própria definição do mercado de balcão seja a de exterioridade ao ambiente de bolsa, ou seja, de negociações ocorridas fora do pregão, são, muitas vezes, as próprias bolsas de valores existentes as principais promotoras desse tipo de operação, adotado como meio de ampliar as modalidades de financiamento sem ter de flexibilizar parâmetros em seus mercados tradicionais.

Para realizar essas negociações, a bolsa carioca criou o primeiro mercado de balcão, um sistema eletrônico chamado Sociedade Operadora do Mercado de Acesso (SOMA)⁷², onde se destacava a figura do *market maker* na promoção de liquidez para os títulos de empresas ingressantes. Conforme Monte Carmello (1997, p. 174), paralelamente tentou-se criar, no âmbito da Bolsa do Rio, o Mercado Brasileiro de Balcão (MBB)⁷³, em 1996 (MONTE CARMELLO, 1997), mas foi indeferido pela CVM. Esse sistema seria complementar ao SOMA, que foi logo adquirido, em 2002, pela Bovespa (NODA, 2010, p. 27), que passou a ser administradora do mercado de balcão organizado, embora com poucas companhias listadas no segmento, que segue existindo internamente à instituição.

Já atuando como maior do país, a Bovespa foi a bolsa de valores que mais se beneficiou do influxo de investimentos provenientes da abertura do mercado e das reformas econômicas realizadas na década de 1990, iniciadas sobretudo no governo Fernando Collor e levadas adiante nos governos seguintes. Às tentativas de estabilização econômica se somaram políticas que buscavam abrir a economia brasileira aos

⁷¹ Embora, conforme nota a autora, não sejam definidos conceitualmente na regulação que os concerne (Instrução CVM 461/2007), são classificados com base em critérios como regras de formação de preço (pública no caso das bolsas), possibilidade de acesso direto, exigência de sistemas para registro de operações previamente organizadas e divulgação de informações relativas a operações cursadas (exigências do mercado de balcão).

⁷² Conforme Monte Carmello (1997, p. 174), a SOMA foi criada conjuntamente pelas bolsas do Rio de Janeiro, Paraná, Santos, Minas-Espírito Santo-Brasília, Bahia-Sergipe-Alagoas e Pernambuco e Paraíba, pelo BNDES Participações S.A. e pela Abrasco e Anbima.

⁷³ Os sócios, à época, eram a BOVESPA, BVES, BVST, Bovmesb, BVPP, BVBSA, BVRg, a BM&F, a Andima, a BNDESpar, o BB-DTVM e as associações Ancor, Adeval e Abrasca.

investimentos internacionais, eliminando reservas de mercado, abrindo as portas para importações e estabelecendo o Programa Nacional de Privatizações. Um ambiente político-ideológico de fundamentação neoliberal colaborou para o movimento de desregulação econômica e, assim, o Plano Real e as políticas de estabilização monetária compuseram um cenário de articulação com os mercados globais.

2.2.2. A expansão e internacionalização bursátil (2000-2016)

Se a década de 1990 significou a consolidação da Bovespa como principal bolsa brasileira, a década de 2000 marcou sua absorção de praticamente todo o restante da estrutura bursátil no país. As bolsas regionais, até então, seguiam existindo com certa liquidez, com algumas empresas listadas, mas distanciando-se muito do gigantismo adquirido pela Bovespa, a despeito de todas as quedas que o mercado tenha atravessado. Na maioria das vezes, as bolsas operavam com os mesmos títulos da Bovespa, tendo pouco espaço para um mercado próprio, já que todas as grandes empresas se associavam diretamente à maior bolsa, tendo em vista suas vantagens. Sem qualquer necessidade burocrática ou física de associação à bolsa regional correspondente, estava cortado qualquer elo regional que permitisse o crescimento de uma bolsa por meio do mercado de sua região. A Bolsa Regional (BVReg), por exemplo, possuía em 1996 “poucas empresas cearenses registradas em seus pregões”, fazendo “a movimentação do mercado secundário quase que totalmente com papéis de companhias sediadas no sudeste do país, em especial de companhias estatais, como por exemplo a Telecomunicações Brasileiras S.A.”⁷⁴ (Telebrás) (BEZERRA, 2009, p. 24).

A questão sobre a integração final das bolsas brasileiras em um único centro de negociação contou com discussões iniciadas em 1998 (COSTA E SILVA, 2007, p. 60), que buscavam destacar a importância de se unificar o processamento das negociações de títulos. A ideia da unificação de negociações com vistas a permitir maior desenvolvimento

⁷⁴ Conforme Bezerra (2009), que analisou os porquês da dificuldade na abertura de capital nas empresas do Ceará nos anos 1990, entre as razões, a principal estaria ligada aos custos imputados nas mudanças exigidas pela lei para uma empresa se tornar apta a negociar valores mobiliários, incluindo também o custo do processo como um todo, mais oneroso que outras formas de financiamento a longo prazo e só compensando em operações de grande monta.

do mercado estava explícita também em um relatório de 2001, que definia como objetivo das discussões a concentração da negociação e a “criação de um efetivo mercado nacional, permitindo maior competitividade para as próprias bolsas e para as corretoras”.

O processo de centralização das bolsas de valores alcança seu ápice no ano 2000, quando as nove bolsas de valores regionais existentes no Brasil iniciam um processo de fusão, protagonizado, sobretudo, pela incorporação da BVRJ pela Bovespa. Um memorando de entendimento foi assinado entre as bolsas de São Paulo e do Rio de Janeiro no início desse ano, acordando que a Bovespa se encarregaria de administrar o mercado secundário de ações e a BVRJ cuidaria do mercado secundário de títulos públicos. Da mesma forma, foram assinados acordos com as demais bolsas regionais, que manteriam seus escritórios para promover o mercado de ações em suas regiões — com programas educacionais e treinamento —, mas estariam, a partir de então, submetendo suas negociações à Bovespa.

Arruda (2008, p. 248) narra a solenidade de 27 de janeiro de 2000 em que, no Palácio do Planalto, diante do presidente Fernando Henrique Cardoso, a Bovespa e a Bolsa do Rio completaram a última etapa para a unificação das bolsas. A Boverj, após o esvaziamento institucional ocorrido na sequência da crise que sofreu em 1989, deixara de negociar ações em 1998, criando-se a alternativa do mercado eletrônico de títulos públicos⁷⁵. O acordo com a Bolsa do Rio, transferindo grande parte da liquidez do mercado para São Paulo e imprimindo a marca Bovespa como “bolsa de valores brasileira”, culminou nessa extinção da bolsa carioca, fruto final de toda a sua lenta decadência. A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro teve seus títulos patrimoniais transferidos para a BM&F em 2002 (NODA, 2010, p. 24) e continua existindo como empresa até os dias de hoje, da qual a BM&FBovespa possui 86,5% da propriedade. Não exerce, no entanto, nenhuma função de mercado, e seu prédio abriga apenas um espaço para eventos. Ainda que o acordo citado previsse a operação de parte do mercado de títulos pela bolsa carioca e que acordos posteriores tenham tentado delegar a ela uma ou outra função

⁷⁵ Silva (2001, p. 122), ao analisar à época a fusão das bolsas, notava que “uma divisão territorial do trabalho se anuncia, reorganizando os fluxos de capitais no país: enquanto São Paulo permanece como centro de negociação de títulos privados (ações, *debêntures*, *commercial paper*, derivativos), o Rio de Janeiro se especializa em negociar com o mercado secundário de títulos da dívida pública e com a operacionalização dos leilões de privatização. Essa tendência de fato não se conferiu, e o que observamos atualmente é um abandono da estrutura bursátil carioca, com o domínio total pela paulista.

administrativa, tal como a negociação de contratos de energia da BM&F ou o “mercado de carbono” (BM&F, 2006, p. 318), a mudança das negociações de grande volume para São Paulo induziu a transferência para lá de praticamente todas as funções auxiliares ao mercado, impedindo que qualquer atividade relevante para o mercado bursátil permanecesse em outra cidade que não fosse a metrópole paulista.

Essas medidas, na prática, representaram a extinção das bolsas de valores regionais⁷⁶. Os mercados de títulos das bolsas, como dito, foram completamente absorvidos e incorporados à Bovespa, que passou a ser a única operadora e, assim, única bolsa de valores *de facto*⁷⁷ no território brasileiro. Assim, conforme Arruda (2008, p. 248), a integração nacional das bolsas visava enfrentar, em primeiro lugar, o *esvaziamento institucional das bolsas*; e, sobretudo, a *competição entre bolsas* em âmbito mundial. Resultou no estabelecimento de um *monopólio bursátil* pela Bovespa e na extinção do âmbito regionalista das bolsas, com a consolidação de uma bolsa de controle centralizado e de alcance nacional e internacional.

A Bovespa, finalizada sua consolidação como única bolsa de valores brasileira, iniciou uma trajetória de planificação do mercado de capitais em busca de maior competitividade e projeção internacional. Se, a partir dos anos 1960, os corretores tornaram-se proprietários, em conjunto, das bolsas de valores, os anos 2000 representam uma mudança profunda nas estruturas de propriedade bursáteis, com consequências igualmente importantes para o funcionamento e o planejamento das bolsas de valores, como trataremos no capítulo 3. A bolsa, como instituição, deixa de se comportar como uma agremiação de corretores — que tinha sido seu embrião e que seguiria definindo sua

⁷⁶ Nos referimos à bolsa de São Paulo como única bolsa *de facto* em território brasileiro porque seu monopólio, embora tenha implicado na descontinuidade do funcionamento das demais bolsas, não extinguiu-as enquanto organizações empresariais ou jurídicas, ainda que estas não tenham mais nenhum papel. Além da bolsa do Rio, a Bovmesb (referida como Bolsa da Bahia) continua se considerando em atividade, embora tenha tido seu direito de operação cassado pela CVM em 2009 e não tenha, na realidade, nenhuma negociação em funcionamento.

⁷⁷ A esse respeito, Arruda (2008, p. 249) tece três observações: (i) na óptica das empresas, mercados mais líquidos e visíveis, apesar de representarem custos operacionais mais elevados, significam maior acessibilidade aos recursos disponibilizados; (ii) na óptica das bolsas, mercados amplificados equivalem a mais eficiência, economia de escala e solidez; (iii) com a acirrada competição por recursos disponíveis para financiamento, tem que se enfrentar no mercado com instituições especialmente dotadas para captar recursos (sendo a principal delas o próprio Estado).

administração enquanto associação civil — e passa a adotar funções de uma empresa, especialmente após 2007, quando se torna uma *holding* de capital aberto.

O perfil empresarial da bolsa significa também uma guinada nos objetivos enquanto mercado de capitais. Não mais tendo de atender a funções burocráticas estatais, nem de responder diretamente aos anseios das corretoras co-proprietárias, como ocorrera em outras épocas, a bolsa foca-se agora em planejar o aumento de sua base de clientes e de investidores, buscando obter maior lucratividade com a venda de seus serviços. Dois dos principais movimentos decorrentes disso são a crescente internacionalização promovida pela bolsa, assim como a multiplicação de instrumentos financeiros que passa a oferecer. Prepara-se normativamente e tecnicamente, como exploraremos no capítulo 3, para receber uma grande quantidade de investidores empresariais, institucionais e estrangeiros, oferecendo a eles múltiplas possibilidades para que diversifiquem seus ativos.

Soma-se a esse novo perfil da bolsa de valores uma nova situação macroeconômica do país e um aprimoramento de seus instrumentos financeiros. Como observa Contel (2009, p. 127), focado em aproveitar as novas possibilidades trazidas pelas tecnologias bancárias, o Banco Central introduz, em 2002, uma “expressiva mudança na ‘rede do sistema financeiro nacional’ quando passa a funcionar o novo *Sistema de Pagamentos Brasileiro* (SPB)”, um “conjunto de normas para regular as transações diárias executadas pelos principais agentes financeiros instalados no território”. A nova forma de organização permitia que os agentes financeiros privados e as instituições públicas e semipúblicas circulassem mais facilmente seus fluxos financeiros pelo território, o que ajuda uma nova estrutura financeira a se consolidar nos anos 2000, permitindo que a BM&FBovespa, com o crescimento da capacidade de processamento de dados, expandisse cada vez mais sua atuação.

A internacionalização dos investidores da Bovespa foi reconhecidamente grande durante os anos 1990 e culminou em uma invasão da bolsa por capitais estrangeiros no decorrer dos anos 2000. O gráfico a seguir permite visualizar a participação dos diferentes tipos de investidores no mercado acionário desde 1994, possibilitando acompanhar o movimento dos anos 1990 a 2010:

Gráfico 2. BM&FBovespa: participação dos tipos de investidores no mercado acionário (1994-2016)

Elaboração própria. Fonte: BM&FBovespa (2016a)

Podemos observar o claro predomínio das instituições financeiras no mercado acionário dos anos 1990, perdendo sua importância gradativamente e dando espaço a um crescimento substancial dos investidores institucionais e estrangeiros na bolsa após o ano de 2002. As pessoas físicas, por sua vez, aumentavam bastante sua participação no mercado até o ano de 2009, quando houve uma retirada maciça do público. Enquanto a expansão das pessoas físicas na bolsa está relacionada com um crescimento exponencial da participação ligada às iniciativas de divulgação do mercado pela BM&FBovespa, o reajuste dessa participação parece relacionar-se com o período pós-crise financeira, que favoreceu a continuidade dos capitais estrangeiros na bolsa, visto que as aplicações são realizadas com maiores cálculos de risco do que os capitais de pessoas físicas, muitos estabelecidos em investimentos de longo prazo que são rapidamente afastados do mercado em tempos de crise econômica.

Também é interessante notar que a bolsa, atualmente, concentra grande parte de suas negociações em poucos ativos. No gráfico 3, podemos observar uma concentração

bastante forte de negociações na maior companhia⁷⁸, onde estão 15% das negociações, enquanto as 5 maiores chegam a concentrar mais de 30%. Já se desconsiderarmos o movimento das 100 maiores, podemos ver que mais da metade das ações da bolsa não representa nem 5% da movimentação de capitais da bolsa. É um mercado, portanto, extremamente concentrado, no qual a liquidez dos ativos está confinada em alguns poucos títulos de ampla circulação. Podemos observar, no gráfico, que após um período de leves quedas, a concentração das negociações voltou a aumentar logo após a crise de 2007, levando a um pico de concentração em janeiro de 2009, a que seguiu-se um novo movimento de queda bastante suave, com um novo aumento após 2014. A despeito dessas pequenas variações, observamos a estabilidade dessa concentração, o que demonstra seu caráter já estrutural na bolsa brasileira.

Gráfico 3. BM&FBovespa: concentração do volume negociado em ações (2002-2016)

Elaboração própria. Fonte: BM&FBovespa (2016a)

O crescimento do mercado da Bovespa, a despeito da concentração dos ativos e das mudanças na composição dos investidores, se deu de forma contínua nos anos 1990 e

⁷⁸ Em julho de 2016, a companhia aberta com maior volume de negócios em ações era a Petrobrás, seguida por Vale, Itaúsa, Usiminas e Gerdau.

intensificou-se muito mais após os anos 2000, ligado ao referido movimento de internacionalização, mas também à maior popularização do mercado no país, especialmente após a virtualização das negociações, que permitiu a maiores parcelas da população acessarem facilmente os negócios na bolsa e, também, que investidores institucionais e estrangeiros negociassem sem tantas dificuldades burocráticas os ativos da bolsa.

As crises econômicas, apesar da estabilidade no crescimento da bolsa, seguiram marcando forte presença nos movimentos do mercado de capitais. O primeiro movimento se deu ao final dos anos 1990 e precedeu a grande expansão do mercado na década seguinte. Após um forte crescimento experimentado entre 1991 e 1997, as subsequentes crises (asiática em 1997, russa em 1998, cambial em 1999, turca e argentina em 2001 e 2002 e estadunidense em 2001) afetaram o movimento dentro das bolsas e diminuíram seus volumes de negociação e sua liquidez. Aliado a isso, uma série de motivos internos, elencados pelo IBMEC (2015), eram tidos como barreiras à expansão do mercado de capitais: (i) a Lei nº 9.457/97, que retirava direitos de acionistas minoritários; (ii) a taxa da Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), imposto que incidia sobre as operações financeiras; (iii) a elevação de 10% para 20% do nível de tributação das aplicações em renda variável, igualando-as às aplicações em renda fixa; (iv) tributação de Imposto de Renda sobre fundos de pensão⁷⁹.

Com a interrupção do crescimento dos anos 1990, concomitante ao novo perfil empresarial da bolsa de valores, iniciava-se um novo ciclo de embates entre o Estado e o mercado financeiro, que via na crise uma nova possibilidade de pleitear uma renovação normativa que o permitisse seguir sua expansão e reduzir ou eliminar taxas e impostos. Um dos principais focos do embate no princípio do século XXI se deu com relação às taxas. Como dito, um dos motivos elencados para os baixos resultados da bolsa era oportunamente relacionado pelos agentes da bolsa à CPMF e outras tributações, algo que os participantes do mercado, em especial aqueles que ofereceriam serviços financeiros,

⁷⁹ Um relatório elaborado pela MB Associados (2000, p. 9) também indica que a estrutura tributária não incentivava operações com renda variável, com a aplicação da CPMF e a dificuldade de livrar-se das taxas. Além disso, ressalta como pontos negativos as restrições da CVM para contratar pessoal qualificado para reforçar as relações com o mercado e um estoque de ações preferenciais que perdurava mesmo com as mudanças nas leis de sociedades anônimas.

sempre buscaram combater, visto que pequenas taxações sobre a grande e crescente quantidade de transações realizadas torna-se um grande encargo, interferindo nos lucros dessa atividade.

A complexidade que as negociações tomam nessas décadas, com investidores baseando-se em pequenas flutuações em valores para obter seus ganhos, fez com que essa batalha por valores e políticas monetárias se intensificasse, e pequenas mudanças regulatórias com respeito à propriedade e ao controle das sociedades anônimas ou a impostos direcionados passavam a ser extremamente polêmicas, na medida em que tornavam-se pesados impedimentos para os grandes volumes de investimento que circulavam.

Foi travada uma simbólica e ferrenha batalha pela Bovespa contra a imposição da CPMF, tida como uma taxa de transações econômicas que afetava em muito as negociações no mercado, deduzindo uma pequena taxa de cada negociação realizada. Conforme descreve Pilagallo (2004), o embate contou com manifestações de operadores da bolsa no Congresso Nacional e diálogos frequentes do presidente da Bovespa à época, Edemir Pinto, com políticos diversos, incluindo Lula, à época presidente do país. O enfrentamento teve seu derradeiro fim quando, em 2007, o Senado brasileiro rejeitou a proposta da prorrogação da CPMF até 2011, após longas negociações e campanhas levadas a cabo pelos dirigentes da bolsa.

Apesar de a literatura econômica geralmente apontar para a existência de um ciclo de expansão noventista, ligando-o à abertura de mercado, às privatizações e à estabilização econômica, e para um subsequente declínio ligado às políticas citadas acima e às crises internacionais, Carvalho (2000, p. 596) faz um contraponto dizendo que tais fatores não são completamente explicativos, apontando questões estruturais que, embora tratadas bastante superficialmente desde os anos 1970, nunca chegaram a se modificar no Brasil. O autor aponta um baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro no sentido de fornecer proteção institucional aos investidores minoritários e de promover a divulgação de informações. Essas duas características, inclusive, se tornariam o mote de diversas políticas implementadas na década seguinte. A CVM tentara, como já mencionado, realizar mudanças nesse segmento desde os anos 1980, porém um novo fôlego se dá na década de 2000, com a ascensão do conceito de *governança corporativa* e com medidas de transparência para as informações empresariais, assim como medidas de proteção aos acionistas.

Além das questões elencadas, o encolhimento do mercado pós-1997 também contaria com outros fatores bastante ressaltados por Gomes (2009, p. 55): o esgotamento do processo de privatização, “cujo modelo não favoreceu o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais” e também da listagem de ações de companhias brasileiras no mercado estadunidense, que fora implementada com a abertura dos mercados e que transferiu parte da liquidez da Bovespa para a bolsa de Nova York, fenômeno que replicou-se também em outras bolsas latino-americanas, como trataremos no capítulo 3, e ficou conhecido pela migração de liquidez bursátil.

O primeiro fator, o movimento de privatizações, teria resultado em dois processos concomitantes para o abalo do mercado acionário. O primeiro seria que a privatização retirava do mercado títulos de algumas empresas estatais que concentravam altos índices de negociação — sendo alguns dos mais negociados em décadas anteriores. A retirada dessas estatais do mercado foi, inclusive, um fator que influenciou no declínio da Bolsa do Rio, que contava bastante com as negociações de títulos relacionados ao poder público, sendo, talvez, um dos fatores provocativos de sua deriva nos anos 1990. Complementarmente, se a privatização inicialmente lançava ao mercado grandes empresas que atraíam muitas negociações no mercado primário, através de processos de abertura de capital bastante propagados, no momento seguinte, com a estabilização desses negócios, essa expansão do mercado foi arrefecida, e o mercado atravessou o milênio fortemente impactado por esse decréscimo de operações, inclusive com várias empresas migrando para a bolsa de Nova York em busca de maiores volumes de capital ou mesmo fechando o capital dentro do país devido aos baixos preços praticados no mercado secundário.

O segundo fator, como tratamos, diz respeito a essa migração de ativos para a bolsa de Nova York. Como parte integrante do programa de governo promovido pelo presidente Fernando Henrique Cardoso em prol da abertura de oportunidades de investimento para o capital estrangeiro, a bolsa de São Paulo adaptou-se a novos instrumentos de investimento para permitir que participantes de fora do país não mais tivessem de enfrentar percalços burocráticos. Isso se concretizou na adesão aos American Depositary Receipts (ADRs) por diversas companhias brasileiras a partir de 1992. Tal instrumento permitia a indivíduos ou empresas residentes nos Estados Unidos negociarem ativos brasileiros sem que tivessem de acessar a estrutura bursátil brasileira, realizando as transações através dos próprios bancos e bolsas estadunidenses, através da

emissão de recibos que firmavam a compra ou venda dos títulos. Essa possibilidade aberta aos investidores estrangeiros, como podemos observar no gráfico 4, fez com que, a partir do final da década de 1990, grande parte do comércio de títulos das companhias brasileiras fosse realizada em ambientes de negociação estrangeiros — seja na bolsa de Nova York, que até 2007 dominou esse tipo de negociação, seja em ambientes bursáteis alternativos dos Estados Unidos. Como podemos ver, essa negociação estrangeira estabilizou-se em aproximadamente um terço do volume transacionado a partir de 2012, com o outro terço sendo representado pelas negociações nacionais de empresas aderidas ao programa de ADR, e apenas um terço sendo representado por companhias de negociação exclusivamente nacional.

Vemos ainda que, conforme a própria bolsa destaca, algumas decisões normativas trouxeram mudanças significativas nesse cenário. A primeira delas, que abordaremos a seguir, é o lançamento do Novo Mercado, que ajudou a impulsionar os investimentos estrangeiros. A segunda é o fim da CPMF, que permitiu uma pequena reversão da desvantagem nacional com relação às negociações; e, a terceira, o fim do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% para estrangeiros, que também colaborou para diminuir a ocorrência das transações em ambientes estrangeiros.

Gráfico 4. BM&FBovespa: ambientes de negócios realizados demonstrando a migração de liquidez para a bolsa de Nova York (1996-2016)

Fonte: BM&FBovespa (2015b).

A crise do final dos anos 1990 e a transferência da liquidez para Nova York tiveram resposta da bolsa através de diversas iniciativas, focadas em trazer maior transparência para as negociações e confiabilidade em quesitos como a divulgação de dados e a garantia de responsabilidade das companhias abertas. Tais iniciativas incluíram a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995; a criação do Código de Autorregulação de Ofertas Públicas da ANBID, em 1998; a nova reforma da Lei das Sociedades Anônimas, em 2001; a revisão de regras importantes para a CVM em 2002 e 2003, relativas especialmente à divulgação de informação; e, principalmente, a criação do Novo Mercado e dos níveis de listagem, surgidos em 2000 no mercado de ações da Bovespa (GOMES, 2009, p. 59). O Novo Mercado seria um âmbito diferenciado de negociação interno à bolsa de São Paulo, desenhado com base na hipótese de que existia uma demanda por parte dos investidores de ativos com maior proteção a acionistas minoritários e que minimizassem a assimetria de informações, investindo portanto em sua governança corporativa.

Conforme BM&FBovespa (2016d), o Novo Mercado é um segmento especial de listagem, que firmou-se como seção destinada a negociação de empresas que adotem, práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira, divulgando informações de maneira transparente e abrangente. As práticas para aderir a esse segmento incluem a composição exclusiva por ações ordinárias com direito a voto, a composição do conselho de administração por pelo menos cinco membros, 20% deles independentes, a disponibilização de relatórios financeiros anuais em padrão internacional, a divulgação mensal das negociações com valores mobiliários, e a manutenção de, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*). Além do Novo Mercado, existem atualmente os níveis 1 e 2 de listagem. O Nível 2 é semelhante ao Novo Mercado, mas permite algumas exceções como a manutenção de ações preferenciais. Já o Nível 1 inclui apenas algumas das exigências, como a adoção de práticas que favoreçam a transparência e acesso das informações a investidores. Em 2005, somaram-se a esses segmentos o Bovespa Mais e o Bovespa Mais nível 2, para empresas de pequeno a médio porte que desejam acessar o mercado de forma gradual, permitindo, por exemplo, listagem sem oferta, contando com 7 anos para realizar a oferta pública inicial, mas destinando as vendas a poucos investidores com perspectivas de retorno de médio a longo prazo. Ao subdividir as empresas listadas, a BM&FBovespa procura, por um lado, incentivar maior padronização de atividades, incentivando a divulgação de informações ao fornecer o Novo

Mercado como “selo de qualidade”, e por outro, aumentar sua base de clientes sem ter de reduzir esses padrões estabelecidos, permitindo-os adaptarem-se gradativamente às exigências.

É a partir dos anos 2000 que o mercado de capitais brasileiro adquire sua forma atual, como detalharemos melhor no capítulo 3. Paulani (2008) considera que, nessa década, tenta-se constituir o Brasil como “plataforma de valorização financeira internacional”, na esteira da internacionalização dos anos 1990, que procurou produzir a forma e a substância da inserção do Brasil nas finanças de mercado internacionalizadas. A liberalização financeira buscava garantir livre trânsito aos capitais internacionais, que poderiam maximizar o aproveitamento das políticas monetárias restritivas e dos juros reais elevados. O governo Lula empenhou-se, logo nos primeiros meses, na reforma da previdência pública, com o pretexto de *deficits* insustentáveis, abrindo esse espaço de valorização para o mercado financeiro. Desenvolvem-se ainda mais os fundos de pensão, que se envolvem intimamente com o mercado de capitais, e abrem-se novas possibilidades para o crescimento do mercado financeiro.

A bolsa de São Paulo, agora se autointitulando “bolsa de valores brasileira”, torna-se tributária desse novo cenário de abertura econômica, participando ativamente em sua promoção e, agora fortalecida pela unificação institucional das demais bolsas, projeta-se em direção a todos os flancos do mercado de capitais, buscando estabelecer concorrências diversas e apropriar-se dos serviços financeiros que pudesse fornecer e que fossem rentáveis.

O estabelecimento de normas básicas a serem seguidas em termos de divulgação de informações e segurança financeira traz grande relevância à participação dos investidores institucionais na bolsa, assim como de investidores não residentes. Em outros termos, o estabelecimento de regras mais claras e mais afins aos parâmetros utilizados por grandes investidores internacionais faz com que empresas nacionais e internacionais com investimentos de grande monta, assim como fundos de pensão e fundos mútuos, possam mobilizar seus analistas para aplicar em títulos de valores com maior garantia de estabilidade e acesso a resultados. Em países onde predominam sistemas de controle corporativo “intermediários”, que são em parte internos e em parte externos, o crescimento dos fundos de pensão pode ter influência fundamental na consolidação de um novo modelo de governança corporativa. A relevância dada pelos agentes do mercado financeiro a essa nova política de governança corporativa foi tal que Noda (2010, p. 25) considera

que o lançamento do Novo Mercado, junto com uma conjuntura macroeconômica favorável tornou a primeira década do milênio um “período de renascimento e expansão do mercado de capitais brasileiro”. A partir de então, o desenvolvimento técnico e normativo da bolsa, que abordaremos com maiores detalhes no capítulo 3, traria uma etapa de amadurecimento do mercado, que passaria a contar com mais modalidades de investimento e com uma intensa expansão do número de investidores e do capital circulante.

2.3. O mercado bursátil brasileiro: uma periodização

A partir da análise ao mesmo tempo histórica e geográfica realizada sobre o mercado de capitais brasileiro, acreditamos ter encontrado elementos suficientes para uma periodização com base nos processos de transformação das instituições bursáteis em território nacional. As referidas transformações envolveram mudanças de cunho técnico e normativo que levaram a dinâmicas espaciais em diferentes escalas geográficas de atividade. Conforme Santos e Silveira ([2001] 2006, 23), para estabelecer uma periodização é preciso “escolher as variáveis-chave que, em cada pedaço do tempo, comandarão o sistema de variáveis, (sendo) esse sistema de eventos que denominamos *período*”. Buscamos, dessa maneira, identificar o entrelaçamento entre as técnicas disponíveis para negociações e as determinações normativas relativas ao mercado financeiro no transcorrer dos séculos XIX e XX. Correa (2006) considera a periodização uma sequência de “combinações desiguais” das diferentes temporalidades das diferentes instâncias da totalidade econômica (tais como a econômica, a jurídico-política e a ideológica). Como a organização espacial contém e está contida nessas três instâncias citadas, ela é, portanto, periodizável.

A forma de organização das bolsas no Brasil sofreu profundas transformações. Inicialmente denominada junta de corretores, depois bolsa de fundos públicos, depois bolsa oficial de valores e, finalmente, bolsa de valores, as instituições bursáteis passaram por transformações em seu estatuto jurídico e em sua forma de propriedade. As juntas de corretores iniciaram suas atividades como organismos regulamentados pelo Ministério da Justiça, logo passando à alçada do Ministério da Fazenda, na medida em que incorporavam importância econômica. Com o advento da república, as bolsas, já multiplicadas, passam ao poder estadual, que as vincula às respectivas secretarias da fazenda. Finalmente, a Lei do Mercado de Capitais, seguida da Resolução nº 39 do BC, transforma a bolsa de valores em associação civil sem fins lucrativos. Isso seria novamente modificado em 2007, quando as bolsas passam a poder se organizar também na forma de sociedades anônimas.

Tendo em vista o peso estabelecido pela legislação nas modificações do mercado de títulos no Brasil, reunimos em um quadro os principais marcos regulatórios na história do mercado de títulos brasileiro.

Quadro 6. Brasil: regulamentações relevantes para o mercado de títulos (1845-2016)

Período	Data	Lei	Definição	Âmbito
Império	1845	Decreto imperial n° 417	Define a atividade do corretor	Intermediários
	1849	Decreto imperial n° 806	Regulamenta os corretores do Rio de Janeiro	Intermediários
	1850	Lei n° 566	Código Comercial brasileiro	Companhias
	1876	Decreto n° 6132	Instituição do pregão	Bolsas
	1882	Lei n° 3.150	Sociedades anônimas	Companhias
República Velha	1895	Decreto n° 345	Cria a Bolsa de Fundos Públicos do Distrito Federal	Bolsas
	1897	Decreto n° 2.475	Mantém o caráter público do corretor	Intermediários
Era Vargas	1934	Decreto-lei n° 24.475	Estende às bolsas estaduais as leis e regulamentos federais	Bolsas
	1939	Decreto-lei n° 1.344	Modifica a legislação sobre bolsas de valores	Bolsas
	1940	Lei n° 2.627	Lei das Sociedades Anônimas	Companhias
	1945	Decreto-lei n° 7.293	Cria a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC)	Reguladores
Quarta república	1946	Decreto n° 9.783	Obriga a cotação das S.A. Em bolsas de sua região	Companhias
	1953	Lei n° 2.146	Uniformiza aspectos e diminui autonomia das bolsas estaduais	Bolsas
Ditadura militar	1965	Lei n° 4.595	Lei da Reforma Bancária	Reguladores
	1965	Lei n° 4.728	Lei do Mercado de Capitais	Bolsas
	1966	Resolução BC n° 38	Estabelece as sociedades corretoras	Intermediários
	1966	Resolução BC n° 39	Disciplina as bolsas de valores	Bolsas
	1976	Lei n° 6.404	Lei das Sociedades Anônimas	Companhias
	1976	Lei n° 6.385	Criação da Comissão de Valores Mobiliários	Reguladores

Nova República	1984	Resolução BC n° 922	Estabelece novas diretrizes para as bolsas de valores e sociedades corretoras	Bolsas
	1989	Resolução BC n° 1.655	Disciplina as sociedades corretoras	Intermediários
	1989	Resolução BC n° 1.656	Disciplina as bolsas de valores	Bolsas
	1997	Lei n° 9.457	Modifica a lei de Sociedades Anônimas	Companhias
	2000	Resolução BC n° 2.690	Permite às bolsas serem sociedades anônimas e as disciplina	Bolsas
	2001	Lei n° 10.303	Altera disposições da CVM	Reguladores
	2007	Lei n° 11.638	Modifica a lei de Sociedades Anônimas	Companhias

Elaboração própria.

Os marcos utilizados para delimitação dos anos de transição entre os períodos foram essencialmente eventos normativos do mercado de capitais, determinantes ao representarem iniciativas para sua transformação efetiva. Assim, consideramos como início da história das bolsas no Brasil a fundação da Junta dos Corretores do Rio de Janeiro, em 1851, por meio da promulgação do decreto que a criou. Seguiu-se um período de pequena expansão, com crescimento concentrado na bolsa do Rio de Janeiro — através do financiamento de várias empresas, notadamente bancos, seguradoras e companhias ferroviárias —, mas com o funcionamento de juntas de corretores em outras capitais brasileiras e, posteriormente, já no início do século XX, o surgimento de iniciativas esparsas de criação de bolsas no território, com destaque à bolsa de São Paulo. O segundo período iniciou-se em 1939, quando um decreto-lei traz substantivas modificações à legislação do mercado de capitais brasileiro, buscando incentivá-lo, representando um período que primou pela expansão do mercado de capitais no país, até então bastante concentrado e pouco desenvolvido; as leis aprovadas nos anos 1930, notadamente o Decreto-lei n° 24.475 de 1934, levaram a uma maior padronização das normas e sua extensão. As mudanças, que tiveram bastante inspiração na regulação bursátil estadunidense, juntamente de outros instrumentos regulatórios como a Lei n° 2.146 aprovada em 1953, que trazia motivações burocráticas para a criação de novas bolsas,

catalisaram a formação de bolsas por todo o território brasileiro, levando ao estabelecimento de ao menos uma instituição por estado.

O terceiro período é facilmente demarcado pela aprovação, em 1965, da Lei do Mercado de Capitais, que veio a alterar amplamente o funcionamento das bolsas de valores no país, período a partir do qual puderam crescer suas atividades, incorporando ações de variadas empresas. Foi nessa época que se iniciou um processo de fusões e aquisições, com a formação de bolsas regionais que buscavam a obtenção de uma maior área de mercado, bem como o desenvolvimento de estruturas operacionais mais complexas. O período também demarcou a passagem de um sistema antigo de organização bursátil, ainda bastante ligado ao Estado, para o modelo atual, bastante competitivo, além de abranger o processo de digitalização das negociações, que levou a um aumento exponencial das operações e também a uma internacionalização crescente na década de 1990.

O quarto período, finalmente, é delimitado pelo processo de fusão entre a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e a Bolsa de Valores de São Paulo, no ano de 2000. Essa junção representou a união dos dois maiores mercados acionários no país, logo absorvendo as demais bolsas de valores através da incorporação de suas negociações, configurando então o ápice do processo de centralização bursátil. Posteriormente, a unificação com a BM&F transformaria a Bovespa na BM&FBovespa, e sua desmutualização e abertura de capital a tornaria uma *holding* de capital aberto. A característica definidora desse período é, portanto, a formação do *monopólio bursátil*.

Quadro 7. Brasil: Periodização da atividade das bolsas de valores (1851-2016)

Período	Anos	Características das bolsas		Alcance geográfico
Surgimento	1851-1933	Formato	Juntas sindicais/bolsas de fundos públicos	Centros comerciais
		Propriedade	Gremial/Estatal	
		Mercado	Operações livres	
Expansão	1934-1964	Formato	Bolsas oficiais de valores	Estadual
		Propriedade	Estatal (estadual)	
		Mercado	Operações padronizadas	
Modernização	1965-1999	Formato	Bolsas de valores regionais	Regional/Nacional
		Propriedade	Associação civil mutuária	
		Mercado	Operações informatizadas	
Globalização	2000-2016	Formato	Monopólio bursátil	Nacional/Internacional
		Propriedade	<i>Holding</i> de capital aberto	
		Mercado	Operações virtuais	

Elaboração própria.

Conforme Silva (2001, p. 25), “(...) um mapa do sistema financeiro brasileiro nesta primeira metade do século XX revelaria a permanência de um “país arquipélago”, pois diversas praças regionais conviviam totalmente sem integração, fomentando a especulação financeira (...)”. De fato, Contel (2006, p. 80), ao estudar o controle bancário no território brasileiro, afirma que no início do século havia clara submissão das finanças à vida regional do território. Mesmo com a gênese do moderno sistema bancário, “até 1945 as regiões (e mesmo algumas cidades do interior) possuíam seus bancos próprios”. Mesmo após a criação da SUMOC, a estrutura regionalizada da ação bancária criava, para o autor, *solidariedades orgânicas* no território. Para Contel (*op. cit.*, p. 83), no período até 1964, “o Estado é o maior coordenador da organização do espaço nacional, e não o mercado”, e a finança permanecia como conteúdo do território como os demais, obedecendo ainda à vida regional do país, e não o contrário.

Aplicamos esse pensamento ao mercado das bolsas de valores, apontando que a vida regional predominou durante muito tempo, só vindo a ser rompida gradualmente após os anos 1970, culminando nos anos 2000 com a total centralização do mercado de capitais. Segundo Contel (2006, p. 118), as reformas e conteúdos normativos e financeiros implementados após 1964 — somados com a nova realidade material do território — nos autorizam a falar na formação de um verdadeiro Sistema Financeiro Nacional (SFN). Foi com a estrutura desse sistema, padronizado e tecnicamente sofisticado, que as bolsas puderam concretizar processos de fusão e aquisição que permitiram a formação de uma grande bolsa, concentradora de negociações, de volume de capital e padronizadora de instrumentos financeiros. Começa então uma nova divisão financeira do trabalho, com forte concentração na metrópole paulista como principal centro de comando desse setor da economia, com papéis secundários desempenhados por Rio de Janeiro e Brasília, como será trabalhado adiante.

Para estabelecermos uma melhor visualização dos processos espaciais descritos acima, os mapas a seguir buscam sintetizar três momentos da vida bursátil brasileira. O primeiro, em 1888, retrata o território brasileiro no último ano do Império, quando só havia Juntas Sindicais de Fundos Públicos, nominalmente: Belém, São Luís, Recife, Salvador, Rio de Janeiro e Santos, com atuação no âmbito desses centros comerciais. O segundo mapa, de 1968, já retrata a total difusão do mercado de valores pelo território brasileiro, quando conformam-se bolsas em todos os estados do território. Ressalta-se que, embora o ano seja parte do período de modernização do mercado de capitais, foi selecionado por representar o ápice da formação de bolsas estaduais, quando todos os estados, inclusive Mato Grosso, formaram suas bolsas. Nessa mesma fase, porém, já estavam em processo as diretrizes da nova Lei do Mercado de Capitais, o que culminaria nas subsequentes fusões entre as bolsas de valores. Por fim, o mapa de 1990 retrata a topologia do mercado de capitais após a onda de fusões entre as bolsas de valores, formando nove bolsas regionais: BVES (Extremo Sul), BVPR (Paraná), Bovespa (São Paulo), BVRJ (Rio de Janeiro), Bovmesb (Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília), Bovesba (Sergipe, Alagoas e Bahia), Bovapp (Paraíba e Pernambuco) e Bolsa Regional (Rio Grande do Norte, Ceará, Piauí, Maranhão, Pará e Amazonas). Finalmente, o ano de 2016 tem apenas uma bolsa em atuação no território, na figura da BM&FBovespa.

Mapa 2. Brasil: Juntas de corretores em 1888

Mapa 3. Brasil: Bolsas de valores em 1968

Mapa 4. Brasil: Bolsas de valores em 1990

Mapa 5. Brasil: Bolsas de valores em 2016

Elaboração própria com base na pesquisa documental realizada.

Podemos verificar, assim, o processo que levou à conformação de um monopólio bursátil, passando pelo estabelecimento de tantas bolsas quanto estados no Brasil. Em um primeiro momento, o surgimento das instituições ocorreu, até certo ponto, de maneira espontânea, embora também tivesse a atividade normativa do Estado como elemento fundante, fosse nas regras para corretores, nos decretos das juntas sindicais ou nas leis estaduais criando bolsas de fundos públicos. A transmissão das bolsas aos poderes estaduais as incumbiu de diversos encargos burocráticos que surgiam com a proliferação e complexificação das sociedades anônimas do Brasil, levando a um princípio de

descentralização dessas entidades bursáteis enquanto organismos ligados ao Estado. Porém, essa multitude de bolsas jamais logrou desenvolver-se em termos de volumes transacionados ou de capitalização, de forma que, quando moderniza-se o mercado de capitais, ele vai rapidamente se centralizando. A centralização final se deu, como tratamos, pela absorção das operações pela Bolsa de São Paulo, que tinha se desenvolvido muito em termos técnicos, trazendo grande potencial para a obtenção de capitais por parte das empresas e do Estado, na forma de ações ou de títulos de dívida.

Dessa forma, se, por um lado, destacamos a existência concreta de bolsas descentralizadas no território brasileiro e ressaltamos o potencial de desenvolvimento regional do mercado financeiro que representaram, o sistema bursátil brasileiro jamais chegou a ser de fato descentralizado, no sentido das negociações realizadas. As bolsas do Rio de Janeiro, inicialmente, e de São Paulo, posteriormente, sempre concentraram os principais poderes técnicos (com capital para investir em inovações instrumentais), normativos (pelos contatos estabelecidos com os poderes governamentais) e financeiros (pela histórica concentração de centros de decisão empresariais que impulsionou a busca por serviços financeiros avançados nessas metrópoles).

O que os diferentes períodos demonstram, portanto, é um progressivo movimento no sentido da emancipação da bolsa de valores em relação ao Estado, uma profissionalização crescente de suas atividades, uma complexificação normativa e, finalmente, a instalação de um meio técnico-científico-informacional que densificou tecnicamente e informacionalmente algumas poucas metrópoles, tornando-as centros ideais para a presença desses serviços financeiros avançados relacionados ao mercado de capitais — em especial, a metrópole paulistana, que incha seu centro de negócios a partir das últimas décadas do século XX.

Pensando neste caráter centralizador que a Bovespa ganha, podemos lembrar do raciocínio de Santos ([1994] 2008, p. 89), que enxerga quatro momentos para a constituição das metrópoles no Brasil. Inicialmente, com um Brasil urbano em arquipélago, não havia comunicações fáceis entre metrópoles, que comandavam apenas uma fração do território, sua própria zona de influência. Podemos dizer que esse também é o momento em que as bolsas de valores, ainda pouco desenvolvidas e em vias de institucionalização, ocupam algumas dessas metrópoles, desempenhando funções ainda bastante ligadas ao mercado local ou regional, atendendo as poucas empresas que

começavam a usufruir de tais serviços financeiros, em especial as relacionadas a atividades de infraestrutura urbana ou de exportações portuárias.

Num segundo momento, com esforços para a formação de um mercado único, a integração territorial ainda é praticamente limitada ao Sudeste e ao Sul. O mercado de capitais, nesse momento, também começa a fortalecer as conexões entre as cidades, estabelecendo normas comuns, embora algumas regiões ainda seguissem bastante isoladas. É num terceiro momento que o mercado finalmente se constitui. Podemos dizer que, nesse momento, bolsas de valores, que se proliferam por todo o país, já participam de um sistema muito mais integrado e conectado, e não é a toa que, pouco tempo depois, começam a fundir-se institucionalmente, tendo em vista um fortalecimento conjunto, mas que as faz abandonar definitivamente as perspectivas de desenvolver-se regionalmente.

É, finalmente, num quarto momento que ocorre um ajustamento das metrópoles, com uma expansão seguida por uma crise do mercado, que se torna único e segmentado. Esse mercado hierarquizado é agora articulado pelas firmas hegemônicas que comandam o território. No caso dos títulos de valores, é a BM&FBovespa que representa esse mercado que, agora unificado, tem alcance nacional, hierarquizado e com comando bastante centralizado — no caso, na metrópole de São Paulo. É assim que, como trataremos no capítulo 3, estabelece-se um monopólio bursátil, e a BM&FBovespa, mantendo fortes vínculos com os órgãos regulatórios brasileiros e incorporando as principais técnicas financeiras disponíveis, assegura sua própria permanência como grande (e única) força do mercado acionário brasileiro, consolidando assim a centralização bursátil no território brasileiro.

3

**São Paulo, centro
financeiro internacional**

3. SÃO PAULO, CENTRO FINANCEIRO INTERNACIONAL

3.1. O monopólio bursátil da BM&FBovespa: técnica, norma e competitividade

Em meio ao processo de globalização, em que grandes organizações comandam as técnicas hegemônicas da produção da informação e da finança, e por intermédio delas “ganham o comando do tempo hegemônico e realizam a mais-valia hegemônica”, Santos ([1996] 2009c, p. 211) observa que se instala uma nova palavra no vocabulário da economia e da política, a *competitividade*. O termo é tomado como espécie de verdade axiomática e aconselhado a todas as empresas e todos os países. O autor observa que o que serve à produção globalizada serve também à competitividade entre as empresas, incluindo processos técnicos, informacionais e organizativos, normas e desregulações e os próprios lugares.

A eficácia da organização da empresa, para Veltz (1999, p. 144), é agora o que explica seu êxito nas condições modernas da tecnologia e da dinâmica dos mercados, muito mais do que o simples custo ou qualidade dos fatores separadamente. A produtividade já não consiste em produtividade aditiva das operações, mas uma “produtividade sistêmica das relações”. É assim que fatores de diferenciação incluem qualidade, variedade, reatividade e inovação, as últimas três variáveis sendo abrangidas no termo “flexibilidade”. A maleabilidade com que a empresa pode utilizar suas técnicas, e o modo como as administra, passa a ser determinante para seu sucesso. Organizada agora como uma empresa de serviços financeiros e informacionais avançados, a Bolsa de São Paulo aprimora seus objetivos no sentido da versatilidade de serviços e o modo como administra seus objetos técnicos e gerencia seus instrumentos de investimento torna-se fundamental para seu crescimento.

De maneira a tornar-se mais competitiva, a BM&FBovespa⁸⁰, enquanto empresa administradora de mercados de bolsa, expande sua capacidade técnica e busca inovações

⁸⁰ A própria BM&FBovespa (2015b) define que seus objetivos, a partir de sua constituição como empresa, passam a consistir em aumentar e diversificar receitas; focar na relação com os clientes; obter excelência operacional; e fortalecer-se institucionalmente.

normativas que a permitam adaptar-se a novas formas e instrumentos financeiros disponíveis. A *técnica* permite à bolsa fazer crescer enormemente seu mercado, levando a um maior giro dos capitais e também tornando maior o alcance de investidores, já que a virtualização dos negócios possibilita, em teoria, o investimento a partir de qualquer ponto do território. Por outro lado, as *normas* permitem criar novos instrumentos, atraindo novas formas de capital na medida em que geram condições adequadas a vários tipos de investidor, sejam estrangeiros, institucionais ou individuais. Essa combinação, como demonstraremos, é o que permite à Bolsa de São Paulo reafirmar sua condição de monopólio no território brasileiro, resguardando seu predomínio no mercado. Da mesma forma, é o que a aproxima de São Paulo, metrópole com alta densidade de fluxos informacionais e financeiros e que abriga os mais diversos serviços financeiros especializados.

3.1.1. A aceleração contemporânea: as técnicas e normas da bolsa de valores

Dada a aceleração dos processos característica da contemporaneidade, especialmente no que diz respeito às transações econômicas, torna-se premente às grandes corporações integrar-se às redes globais, conectando os novos círculos de capital, e a essência dessa integração está na adoção das técnicas e normas hegemônicas, que permitam estar em plena sintonia com esses fluxos informacionais e financeiros. A bolsa de valores, também ela erigida como grande corporação no recente período da década de 2000, necessita fornecer às corporações que recorrem a seus serviços as mais avançadas modalidades técnicas que as permitam transacionar e receber capitais de diversas fontes, participando dos circuitos globais de investimento. Da mesma forma, precisa adotar uma normatização correspondente, que dê foco à flexibilidade de investimentos e de ganhos e, ao mesmo tempo, que adote padrões globais que identifiquem e anunciem as possibilidades de fácil manipulação dos investimentos, ou seja, que permita aos financistas colocar, tirar e recolocar seus capitais nos títulos empresariais sem dificuldades (evitando que haja qualquer “risco” institucional nesta participação).

As mudanças técnicas que permitiram às bolsas se transformarem envolveram três eixos principais: (i) o ambiente de operação; (ii) o processamento das negociações; e (iii) a difusão da informação. O primeiro diz respeito à realização do pregão e à virtualização

das operações; o segundo tem relação com a realização dos procedimentos pós-negociação, como a compensação e liquidação de ordens⁸¹; e o terceiro está relacionado à difusão das informações, incluindo todo o tipo de comunicação emitida pela bolsa.

O pregão, a partir de sua primeira instituição pelo Decreto nº 6.132 em 1876 na bolsa do Rio de Janeiro, era realizado presencialmente — “ao vivo” —, por corretores reunidos no saguão do prédio da bolsa. Seu estabelecimento pelo Estado significava uma necessidade de delimitar um horário e um espaço específicos para as operações, permitindo assim regular as negociações e produzir eventos diários nos quais ocorreriam compras e vendas de títulos. O pregão iniciou-se seguindo o modelo da *corbeille* francesa, círculo no qual os corretores, cada qual em uma cadeira, ficavam reunidos para realizar as negociações. As cotações eram escritas em uma lousa por um funcionário destacado para acompanhar as negociações.

A partir das reformas realizadas no mercado de capitais nos anos 1960, a situação do pregão começa a mudar. A Bovespa moderniza seu pregão em 1964: “desapareceu a *corbeille* e estruturou-se um posto central com elipses laterais, como se fossem as asas de um avião” (BRANDÃO, 1999, p. 80). Conforme Brandão (*op. cit.*, p. 93), na mudança realizada nos anos 1960, ao tradicional método por chamamento nominal por títulos (*call system*) juntaram-se ágeis postos de negociação (*trading post*), de modo que, caso não houvesse tempo para finalizar uma negociação entre as chamadas de títulos, operadores podiam retirar-se do “avião” e ir para um dos postos fechar negócio. Esse modelo fundamenta uma maior exploração dos espaços do salão da bolsa, que com a informatização ganham telas e painéis eletrônicos. A amplitude do espaço e a mobilidade dos agentes passavam a ser privilegiadas, deixando de lado os espaços demarcados para a negociação e buscando dar flexibilidade de movimento e comunicação aos corretores. A BM&F, em seu novo prédio construído em 1997, adotaria o formato de arena — os *pits* — já existentes nas bolsas de Nova York, Chicago e Londres (AZEVEDO, 2000, p. 105).

⁸¹ A compensação e a liquidação são as duas atividades de pós-negociação, derivando da transação efetivamente realizada. “A compensação envolve o cálculo e a determinação do que cada parte envolvida na operação deve e tem a receber ou pagar, enquanto a liquidação é a atividade de transferência das ações do vendedor para o comprador e dos recursos financeiros devidos pelo comprador ao vendedor” (PAMBOUKDJAN, 2006, p. 46)

O processo de informatização nas bolsas iniciou-se em meados dos anos 1970. Monte Carmello (1997, p. 169) e Noda (2010, p. 41) contam que a Bovespa implantou seu primeiro sistema computadorizado em 1972, utilizando leitura óptica de cartões, monitores e painéis eletrônicos para substituir as lousas de registros de preços, permitindo o acompanhamento das negociações pelas corretoras dentro dos próprios escritórios por meio de teleimpressoras. Nos anos 1980, foi instalado o Sistema Privado de Operações por Telefone (SPOT) e o Sistema de Processamento Distribuído, além da Custódia Fungível de Títulos do Mercado de Ações (BRANDÃO, 1999, p. 115). O SPOT era, em sua época, a segunda maior rede particular do Brasil, com milhares de canais constituindo um centro de negociações financeiras no país e fazendo ligações interurbanas rápidas entre vários estados.

Os anos 1990 representaram a implantação de sistemas de negociação eletrônicos, transferindo agora as próprias negociações para o ambiente virtual, que não serviria mais apenas como apoio visual para os negociantes, mas consistiria no próprio cerne da realização do mercado. Para realizar essa virtualização, o Computer Assisted Trading System (CATS) foi adquirido pela Bovespa da bolsa de Toronto, em 1988, visando agilizar as operações (BRANDÃO, 1999, p. 116), consistindo em um dispositivo de negociação por terminais de computador que entrou em operação em 1990. Foi a conclusão do ciclo de automação das negociações pela Bovespa “e concretizava, no entender do presidente do Conselho de Administração da bolsa paulista, a realização do mercado nacional de ações com acesso ilimitado e total transparência em pregão contínuo” (MONTE CARMELLO, 1997, p. 166). A Bolsa do Rio, por sua vez, criou o Sistema Eletrônico de Negociação Nacional (SENN) em 1991, que ficaria sob administração da Comissão Nacional de Bolsas de Valores (CNBV), uma vez que interligava as oito bolsas brasileiras e todas as corretoras que quisessem se habilitar, funcionando por terminais conectados ao Centro de Processamento de Dados da bolsa carioca. (RUDGE; CAVALCANTE, 1998, p. 44).

Os sistemas eletrônicos conheciam participação crescente nas negociações e, em 1991, ganharam ainda maior vigor com a preparação para a chegada dos capitais estrangeiros (ARRUDA 2008, p. 165). Além disso, fundamentavam uma diversificação de instrumentos e de atividades para a bolsa. Para impulsionar novas empresas no mercado, por exemplo, a Bovespa criou, em 1996, o Mercado de Empresas

Teleassistidas⁸² (META), que funcionava como sistema eletrônico para “proporcionar condições para o aumento da liquidez dos valores mobiliários de companhias registradas na Bolsa que apresentem perfil de crescimento de negócios” (MONTE CARMELLO, 1997, p. 173). Além disso, para que a digitalização das operações entrasse em confluência com os capitais estrangeiros, era necessária a adoção de padrões e, com isso, em 1995 todas as ações foram codificadas no mercado nacional através do International Security Identification Number (ISIN), ocorrendo também o registro de todas as debêntures no Sistema Nacional de Debêntures da CETIP.

Em 1998, a Bovespa implementa o sistema Megabolsa⁸³, adquirido da Bolsa de Paris, de modo a aumentar a capacidade de processamento e a segurança de seu ambiente de negociação. Conforme Monte Carmello (1997, p. 169), tratava-se de um sistema de negociações que gerenciava transações efetuadas por intermediários atuantes tanto no viva-voz quando em meios eletrônicos. E, em 2011⁸⁴, a bolsa implementa o *PUMA Trading System*, um sistema de negociação com plataforma multimercado, desenvolvido em parceria com o *Chicago Mercantile Exchange Group* (BM&FBOVESPA, 2015b). Também em 2011 foi apresentada a arquitetura multiativo e multimercado *Close-Out Risk Evaluation* (CORE), que permite a gestão de risco entre diferentes classes de ativos e contratos.

A evolução desses sistemas foi mudando completamente o modelo de negociação física. O pregão viva-voz se modificara radicalmente com a implantação das negociações

⁸² A ideia era estabelecer um preço base nas negociações uma vez ao dia (o *fixing*) e criar uma figura-chave para a operação, o *market maker* ou promotor de negócios. As empresas alvo seriam empresas emergentes ou iniciantes, com potencial de crescimento, que pretendessem aumentar a base acionária ou alterar a composição do controle acionário, empresas familiares em processo de capitalização ou empresas cujas ações não apresentassem liquidez satisfatória.

⁸³ Conforme Monte Carmello (1997, p. 169), a implantação do Megabolsa se deu em duas fases: (1) substituição do pregão (versão *Floor Trade System*, implantação em julho de 1997); (2) substituição do CATS, PCCATS, WinCATS, Difusão e *Multivendors* (versão *Eletronic Trading System*, implantação em novembro de 1997). O sistema, comprado da Bolsa de Paris em 1996 pelo nome NSC, só terminou de ser adaptado e implementado em 1998. Associado ao sistema Megabolsa, também surge um sistema de acompanhamento de mercado desenvolvido pela bolsa de Paris, o SPY, pelo qual se tinha controle mais eficiente das negociações em bolsa.

⁸⁴ A primeira etapa (módulo de derivativos e câmbio) foi concluída em 2011; a segunda (ações) foi concluída em 2013.

eletrônicas, perdendo importância até ser totalmente abandonado. O serviço de sistemas eletrônicos, permitindo que um usuário de *internet* colocasse ordens de compra e venda virtualmente a qualquer momento do pregão, sem sequer ser necessário o contato pessoal com a sociedade corretora contratada, começou a ser oferecido em 1999, na figura do *home broker* (NODA, 2010, p. 37). O processo de virtualização do pregão é concluído pela Bovespa em 2007, com a extinção definitiva do pregão viva-voz — embora esta modalidade presencial só cessasse de existir de fato em 2009, com o fim do pregão físico da BM&F, que continuava ocorrendo.

O que percebemos é uma progressiva virtualização do ambiente de negócios. Se antes ele estava umbilicalmente ligado ao espaço físico do salão da bolsa, exigindo a intervenção direta de pessoas físicas — na forma dos corretores — nas negociações, atualmente esse espaço tornou-se pouco útil para as operações. Progressivamente, a bolsa foi incorporando um maquinário dedicado às negociações financeiras, inicialmente apenas auxiliar, permitindo atualizações visuais dos preços de títulos ou a comunicação entre os agentes. Porém, pouco a pouco, a própria negociação passa a se dar no âmbito das telas e de seus sistemas informatizados. Isso faz com que não mais seja necessário um espaço físico acessível a todos os participantes da bolsa para que as operações se concretizem. As negociações passam a ocorrer pelo encontro de ordens computadorizadas, e o verdadeiro âmbito das operações passa a ser os centros de processamento de dados da bolsa de valores.

É nas redes de computadores da bolsa, portanto, que passa a ocorrer, em especial após os anos 1990, grande parte das negociações, mas também dos procedimentos pós-negociação. Com a imensa quantidade de transações a serem processadas, cruzadas entre si e liquidadas, torna-se necessária uma dedicação bastante ampla a esses procedimentos. Essa dedicação ganha a figura das *clearings*, responsáveis por cuidar da compensação, liquidação e da custódia dos ativos.

Dessa maneira, o segundo aspecto da renovação técnica das bolsas diz respeito a esse processamento das negociações após a realização das operações no pregão. Esse processamento envolve o cruzamento das ordens executadas — a realização de sua liquidação — e também a custódia dos títulos. Isso envolve uma importante propriedade que garante a confiança no pregão e na execução das negociações bursáteis, que é a honra das negociações. Isso implica manter uma garantia financeira para que, em tempos de crise ou problemas com as transações, nenhuma compra ou venda deixe de ser honrada e, assim, se mantenha a normalidade dos pregões. Foi a necessidade de realizar essa

liquidação das transações que fundamentou, já em 1934, a criação da Caixa de Liquidação das Bolsas Estaduais pelo Decreto-lei n° 24.475. Também foram criadas as Caixas de Liquidação de São Paulo (CALISPA) e do Rio de Janeiro.

Além das operações de liquidação e custódia promovidas por empresas ligadas às próprias bolsas, cabe aqui dar destaque ao desenvolvimento da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP). Criada em 1984 como braço da Associação Brasileira de Instituições do Mercado Aberto (Anbima), a entidade voltou-se à função de prestar serviços de custódia e liquidação de títulos públicos e privados. Inicialmente, buscou suprir uma demanda por esse tipo de procedimento, e foi relevante nos processos de privatização e na consolidação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Em 2000, porém, ganharia autorização da CVM para operar um mercado de balcão próprio e, a partir daí, passou a buscar a expansão de seu mercado.

A principal mudança desse sistema, no entanto, ocorre em 1998, já com a digitalização do ambiente de negociações colocada em prática. A criação da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC)⁸⁵, empresa dedicada especialmente à realização dos procedimentos técnicos pós-operacionais⁸⁶ na Bovespa, como o *clearing* do mercado de ações (MONTE CARMELLO, 1997, p. 169), deu grande capacidade operativa que permitiu a expansão que se seguiria nas negociações com ações. Substituindo a Calispa, sua atuação foi também decisiva para a absorção das demais bolsas brasileiras no final dessa década.

Juntar-se-iam ao *clearing* de ações realizado pela Bovespa outros três: o de derivativos, o de futuros e o de *commodities*, realizados então pela BM&F. Após a fusão entre ambas as bolsas, a BM&FBovespa passou a investir na unificação dessas atividades de *clearing*, de modo a existir um sistema de pós-negociação consistente e potente, capaz de arcar com todo o volume de negociações diárias que cresceu nos anos 2000. Foi isso

⁸⁵ Em 2000, torna-se a única empresa a desempenhar essa atividade, ao incorporar a CLC, responsável pelas operações da Boverj (ARRUDA, 2008, p. 167).

⁸⁶ Tais procedimentos envolvem a atuação de uma câmara de compensação, “organização que reúne vários bancos de uma localidade com o objetivo de liquidar os débitos entre eles, compensando todos os cheques emitidos contra cada um de seus membros, mas apresentados para cobrança em qualquer um dos outros” (SANDRONI, 1999). No caso, a liquidação realizada pela CBLC diz respeito às operações feitas em bolsa. O serviço de *clearing* é justamente a realização da compensação e liquidação dos títulos negociados.

que fundamentou a construção de um novo *datacenter* para a bolsa. Para a expansão de seus mercados, a bolsa de São Paulo utilizou, até 2016, além de um *datacenter* de *backup* localizado no prédio da bolsa na Rua XV de Novembro, outro no prédio da BM&F, dedicado às operações, e um complementar na Rua Boa Vista, todos no centro de São Paulo. Isso, no entanto, levou a uma capacidade pouco organizada tendo em vista necessidades futuras com relação à transferência, ao armazenamento e à segurança dos dados. O fato motivou a construção de um *datacenter* com padrões inovadores e possibilidade de processamento capaz de suprir a expansão nos anos seguintes. Assim, esse novo centro de processamento de passa a contar com

maior eficiência energética, serviço de *co-location*, modernos grupos de geradores, *no-breaks* de última geração, autonomia operacional de 72 horas sem reabastecimento, ar-condicionado de precisão e ampla disponibilidade de recursos de telecomunicação, além de ambiente restrito e controlado com sistema de monitoramento e gravação de imagens (BM&FBOVESPA, 2015b, p. 7).

Com a elaboração de centros de processamento de dados especializados e dedicados à atividade da bolsa, contando com equipamentos e assistência técnica específica, o fornecimento de acesso direto aos dados também se tornou um serviço oferecido pela bolsa, permitindo uma nova relação com intermediários. Atendendo à demanda crescente de investidores por acesso aos mercados, foi desenvolvido no Brasil o acesso direto ao mercado ou acesso direto eletrônico (*direct electronic access/direct market access* (DMA)). Conforme Noda (2010, p. 52), o acesso direto intermediado pode se dar de duas formas: (i) investidores acessam diretamente o mercado através de um sistema do intermediário ao qual estão registrados; ou (ii) investidores registrados com o intermediário têm acesso direto ao mercado sem passar pelo intermediário, no caso do acesso patrocinado. No Brasil, a Instrução CVM n° 461/2007, que passou a regular os mercados, proibiu as entidades administradoras de fornecer o acesso eletrônico não intermediado, evitando dispensar a relação do investidor com as corretoras⁸⁷. Dessa maneira, os intermediários ainda têm espaço para interferir antes da ordem chegar no sistema, conferindo, por exemplo, limites para a negociação.

⁸⁷ Apenas o mercado de balcão ficou com a possibilidade expressa de negociação sem intermediários.

A necessidade do intermediário nesse tipo de transação se deve à relação de responsabilidade compartilhada que a bolsa de valores procura obter com os demais agentes. Fornecendo meios para as corretoras interferirem nos processos de compra e venda, controlando-os e supervisionando-os, a bolsa delega a eles a responsabilidade pelos problemas decorrentes das transações. Afinal, o acesso eletrônico ao mercado envolve dois riscos relevantes: um risco para o intermediário, relativo ao cumprimento das normas relativas ao envio de ordens por seus clientes; e o risco de crédito, pois o intermediário precisa arcar com os custos da liquidação financeira das transações de seus clientes (NODA, 2010, p. 55).

Novos instrumentos bursáteis frutificaram a partir dessas novas técnicas, e multiplicaram-se as possibilidades de ação de todos os agentes envolvidos. Surge uma modalidade de negociação bastante conectada à aceleração contemporânea, consistindo no *high frequency trading* (HFT, ou negociação de alta frequência)⁸⁸. Esse tipo de negociação é exigente da chamada *co-location*, refere-se à colocação de equipamentos das empresas intermediárias, ou seja, as corretoras, dentro do próprio *datacenter* da Bovespa. Isso permite, além do usufruto da infraestrutura da bolsa — que inclui sua segurança e estabilidade — uma proximidade da conexão. Na aceleração de nanossegundos que ganham alguns tipos de operações, essa proximidade passa a importar, fundamentando uma nova forma de presença física dos intermediários no prédio da bolsa. Lewis (2014) aponta que essas operações são uma das grandes razões pelas quais as bolsas têm expandido seus *datacenters* substancialmente, visto que essa atividade representa grande potencial lucrativo, cobrando-se altas somas das empresas que operam em alta frequência em troca do privilégio do acesso com baixa latência temporal (demora na transmissão dos dados).

Os *high frequency traders* foram responsáveis, de acordo com dados da BM&FBovespa (2016a), por uma participação média diária de 2,18 bilhões de reais, ou 15,6% do volume de mercado em novembro de 2013, quando a estatística para essa modalidade de negociação deixou de ser divulgada. Por sua vez, a negociação via *co-location*, que inclui os HFTs e nos permite ter uma aproximação desse dado, contabilizou 1,89 bilhões ou 14,3% do volume mercado em dezembro de 2015, representando 41,2%

⁸⁸ Em comunicado emitido dia 6 de agosto de 2010 a bolsa autorizou a implantação de negociações no *Direct Market Access* via provedor, via conexão direta e via *co-location* (as chamadas modalidades 2, 3 e 4).

da quantidade negócios (número bastante alto, explicado pelo fato de que a modalidade de negociação se baseia em transações feitas em grandes lotes e com grande frequência).

O *high frequency trading* é a expressão dessa necessidade de transações muito ágeis, tratando-se de uma modalidade de negociação em altíssima velocidade que busca obter lucro nas pequenas variações de mercado, criando uma estrutura de posições de mercado que conferem pequenos ganhos que, em uma massa enorme de negociações realizadas diariamente, conferem retornos altos. Para essa modalidade de negócio, são utilizados os *robot traders* ou *algotraders*, ou seja, programas de computador que, automaticamente, enviam ordens de compra e venda aos intermediários, calculando através de algoritmos matemáticos as melhores formas de reagir ao mercado para obter pequenas margens de lucro (NODA, 2010, p. 47). Para investidores utilizando o HFT, é essencial que a latência temporal do sistema seja reduzida a um mínimo. Essa forma de negociação se torna responsável por grande parte da liquidez disponível nas bolsas e seus potenciais danos no longo prazo são ainda desconhecidos, embora sejam motivos de extensa preocupação dos agentes reguladores.

Frente a essas novas formas diretas de negociação, a permanência dos intermediários enquanto agentes relevantes no mercado de títulos está relacionada, entre outros, à responsabilidade que eles compartilham com a bolsa de valores pelas transações. Isso inclui o estabelecimento de garantias financeiras de que as transações serão honradas, assim como da garantia da aplicação de todas as normas que regulam o mercado. Coffee (2006), dessa maneira, utiliza o termo “*gatekeeper*” para denotar o intermediário, pois ele está na cadeia de negociações para assegurar o cumprimento de normas e prevenir a ocorrência de irregularidades, tendo aí papel essencial.

Podemos observar, de maneira geral, uma virtualização das negociações no sentido da criação de um ambiente de operações que se dá dentro da rede de computadores sem que haja necessidade de um encontro físico das respectivas partes integrantes. Por outro lado, ocorre uma cristalização desse ambiente de negociação nos centros de processamento de dados da bolsa de valores, que se torna tanto mais importante na medida em que as atividades bursáteis se aceleram e demandam maior dimensão e conectividade. Presenciamos um fenômeno de duplo caráter: ao mesmo tempo em que se virtualiza o mercado, esta modernização o torna dependente de uma rede material de conexões extremamente exigente em termos de eletricidade, processamento e segurança e que, assim, fundamenta a construção de um centro de dedicação exclusiva a essas atividades.

O último aspecto, por sua vez, diz respeito à mencionada capacidade de recebimento e entrega de informações aos usuários da bolsa, relacionando-se diretamente com a atração de novos capitais para circular na bolsa. Se no início as informações transmitidas se resumiam, basicamente, às cotações exibidas em lousas no pregão ou transmitidas nos principais jornais comerciais, progressivamente elas ganham os demais meios de comunicação, passando a figurar em rádios, televisões e, a partir dos anos 1970, ganham espaço nos computadores.

Atualmente, a BM&FBovespa disponibiliza todos os dados sobre cotações e operações da bolsa *online*, no próprio domínio da empresa na *internet*. Adicionalmente, diversas empresas e agências de informação se utilizam das informações de cotações para retransmitir a seus clientes, bem como realizar análises dos dados a serem replicadas. Algumas dessas empresas são autorizadas a receber diretamente e com instantaneidade o sinal da BM&FBovespa, contendo pacotes de dados sobre as negociações realizadas, podendo assim fornecer a seus clientes serviços de acesso ao mercado financeiro com grande agilidade na disponibilização dos dados. São os chamados *vendors*, para quem o próprio fornecimento de informações sobre o pregão torna-se uma fonte de renda, geralmente obtida mediante assinatura..

A publicação de boletins diários também é uma prática bastante instituída na bolsa, assim como a publicação de revistas semanais ou mensais. A Bovespa, desde os anos 1940, divulga seu Boletim Diário de Informações (BDI), e a BM&F edita desde 1986 a “Resenha BM&F” (LUQUET, 1995, p. 123). As publicações impressas voltadas à divulgação da bolsa aos investidores remontam a tempos antigos da bolsa. Em 1911 a Bovespa já lançava, através do escritor Emile Schompré, “La Bourse de São Paulo”, um livro em língua estrangeira buscando divulgar a investidores estrangeiros a atratividade da bolsa de São Paulo, mostrando que “não era perigoso aplicar dinheiro em países novos” (BRANDÃO, 1999, p. 35). Outro modo de divulgação comum, até os anos 1960, era a “venda de ações de porta em porta, levadas pelos ‘homens da pastinha’” (BRANDÃO, *op. cit.*, p. 75). A bolsa progressivamente entra para as páginas dos jornais, com cerca de 20 jornais e revistas⁸⁹ em São Paulo e no Rio de Janeiro publicando cotações diárias em 1971

⁸⁹ Um exemplar da revista Veja, de 22/07/1970, trazia o personagem de Walt Disney “Tio Patinhas” com os dizeres “você aí, vamos comigo à *bôlsa*?”, citando, entre outros, que só a partir de 1964 a bolsa teria passado a ser uma instituição respeitada, e complementando: “agora, mais do que nunca, investir em ações pode passar a ser um gesto familiar, uma intenção corriqueira, desprovida de qualquer mistério para a classe

(BOVESPA, 1989, p. 61). As revistas de bolsa também tem relevância, como a “Revista da Bolsa” surgida na bolsa carioca em 1946 e a Revista BOVESPA publicada a partir de 1993, com distribuição nacional e internacional. Outras iniciativas recentes de divulgação incluem a TV Bovespa e alguns outros programas televisivos, com busca a promover um conhecimento mais amplo das atividades da bolsa.

Além disso, a bolsa promove diversos cursos, com as funções de educar novos investidores, divulgar o mercado de capitais e formar novos especialistas em mercados financeiros. A BM&F, ao instalar-se, precisou divulgar fortemente o mercado de derivativos, criando uma série de cursos para diversos setores da sociedade, como a Bovespa já vinha fazendo (LUQUET, 1995, p. 122). Universitários foram um alvo constante dessa divulgação, não apenas para atração de investidores jovens, mas para a formação de agentes de mercado qualificados. Nos anos 1970, vários estágios foram oferecidos para incentivar a imersão de estudantes na bolsa (BRANDÃO, 1999, p. 102). Em 2003, a BM&F criou o Instituto Educacional, que depois se transformaria no Instituto Educacional BM&FBovespa, reunindo os cursos, atividades de divulgação e a biblioteca da bolsa.

Entre as iniciativas para divulgação da bolsa, citamos o “Bovespa vai até você”, através da qual a Bovespa, nos anos 1990 e 2000, promoveu visitas e palestras em diversos locais, como eventos corporativos, feiras, faculdades, escolas e até praias, (PILAGALLO, 2004). Outro projeto, o Educar, levou cursos para crianças, e o Mulheres em Ação focou na divulgação do mercado ao público feminino (GALUPPO, 2009). Durante algum tempo, a bolsa focou-sena campanha de divulgação para funcionários de algumas das empresas listadas na bolsa, como a Vale do Rio Doce (PILAGALLO, 2004). Também o Instituto Nacional do Investidor (INI) foi criado justamente com o intuito de orientar a população sobre modos de investir no mercado de ações (OLIVEIRA, 2009, p. 76). Pasti (2010, p. 33) identifica esse circuito da “educação financeira” como parte integrante de uma psicosfera de suporte ao mercado de capitais, ressaltando a participação não só da própria bolsa, mas também das corretoras, das empresas de consultoria financeira e de informação financeira e outros agentes de mercado na conformação desse circuito.

média brasileira”. A década de 1970 representou uma divulgação massiva que buscava a atração de uma grande quantidade de investidores para movimentar os mercados de títulos brasileiros.

Os acionistas minoritários foram alvos da divulgação da bolsa em especial a partir dos anos 1970, com o lançamento dos fundos 157, que lançaram muitos pequenos investidores no mercado (RODRIGUES, 2012, p. 424). Os problemas com os movimentos de especulação, no entanto, afastaram logo vários desses investidores do mercado e sempre foram considerados uma barreira a enfrentar para a reunião de novos pequenos acionistas na bolsa. Como exemplos de tentativas de levar maior conhecimento sobre o mercado aos pequenos acionistas, Rodrigues (2012, p. 422-424) cita, por exemplo, a campanha “Quer ser sócio?” da BM&FBovespa, lançada em 2010, e a “Estratégia Nacional de Educação Financeira” (ENEF) instituída pelo Decreto n° 7.397/10, que resultou de esforços de diversos órgãos e entidades públicas e privadas para “proporcionar à população conhecimentos sobre planejamento, orçamento e consumo de produtos financeiros”.

Por fim, a bolsa também investe na construção de sua marca através das políticas de divulgação, por meio de políticas de responsabilidade social como a marca “Novo Valor BM&FBOVESPA Sustentabilidade”, além da oferta de serviços como a Bolsa de Valores Sociais (BVS) e a manutenção de projetos sociais como um centro de prática de esportes em Paraisópolis. Pereira (2013) ressalta a difusão intensa do discurso sobre o papel das grandes empresas que envolve o movimento da “responsabilidade social empresarial” como nova pauta da relação entre empresas e os lugares que abrigam suas atividades produtivas. Configuram-se atividades complementares, no âmbito empresarial, direcionadas a desempenhar algum pequeno benefício à sociedade ou ambiente local, em geral agindo de forma paralela ao poder público, utilizando-se frequentemente tais atividades como forma de publicidade da empresa e de inspiração de confiança perante seus investidores e clientes.

A bolsa de valores trata, assim, de formar um diversificado aparato informacional para difundir conhecimento sobre o mercado financeiro, angariar e manter novos investidores, e construir relações de proximidade junto aos agentes participantes do mercado financeiro. A função disso é não apenas garantir aumento do capital de giro a partir do ingresso de novos investidores, mas estabelecer um ideário sobre a instituição bolsa de valores dentro e fora do país, consolidando o mercado de bolsa como alternativa de investimento e divulgando sua importância para a economia nacional.

3.1.2. A regulação híbrida da atividade bursátil

As bolsas, depois de uma história inicial de controle estatal, passam gradualmente a uma transmissão do poder regulatório do Estado para as próprias entidades do mercado. Conforme já trabalhado no capítulo 2, em um primeiro período, as bolsas eram reguladas pelo Ministério da Fazenda, logo sendo transferidas para as Secretarias da Fazenda dos estados, até que a SUMOC passou a ter peso na regulação das bolsas, finalmente substituída pelo Banco Central nessa função. E é em 1978, com a criação da CVM, que as bolsas ganham um órgão supervisor próprio. Isso permitiu uma complexificação das normas do mercado de capitais e, conforme a elaboração de novas regras implicava em uma forte colaboração entre a autarquia responsável e os agentes do mercado, culminou na aprovação, em 1989, da Resolução CMN n° 1.645, que instituiu a “autorregulação bursátil” (LUQUET, 1995, p. 106). As bolsas, desde então, colaboram na regulação dos próprios mercados dos quais são responsáveis, fornecendo dados, autorizações e colaborando com as entidades governamentais. Vergueiro (2003, p. 215) destaca que as bolsas, no Brasil, possuem autonomia administrativa, financeira e patrimonial, mas devem operar sempre sob supervisão da CVM, sendo por meio disso conectadas à atuação governamental⁹⁰.

A desmutualização foi um elemento-chave para a constituição da BM&FBovespa enquanto entidade competitiva. Através desse processo, a bolsa, enquanto organização, teria seus objetivos modificados: não mais estaria voltada a atender o interesse de seus sócios — as corretoras — mas seguiria adiante como uma empresa, pautada agora pela lucratividade e pelos retornos de seus empreendimentos. Tendo em perspectiva a história mais “estatista” das bolsas de valores no Brasil, o processo pode ser visto como uma “privatização” da bolsa de São Paulo (no sentido mais amplo do termo), resultado da progressiva mudança na constituição de propriedade, que, em 1965, retirou-a da tutela do Estado, através da Lei do Mercado de Capitais, colocando-a sob a forma de associação civil — o que foi reafirmado pela Resolução do BC n° 1.656/89, que tratava as bolsas

⁹⁰ Carmello (1997, p. 86) cita que os “diplomas legais empregados pelas autoridades monetárias” em relação às bolsas de valores podem ser resumidos em: (a) leis federais; (b) decretos; (c) resoluções do Banco Central; (d) circulares do Banco Central; (e) instruções da CVM; (f) regulamentos afins.

enquanto “associações civis, sem finalidade lucrativa” — para, em 2007, finalmente transformá-la em empresa, abrindo seu capital.

O passo fundamental foi dado pela Resolução do BC nº 2.690 de 2000, que permitia às bolsas serem constituídas como associações civis ou sociedades anônimas (VERGUEIRO, 2003, p. 216), possibilitando, assim, que esse último tipo de organização pudesse ser formado para substituir as associações civis que eram as bolsas de então. Conforme Dutra (2008, p. 13), em sua tradicional *estrutura mutualística*, a bolsa de valores não tinha objetivo de distribuir lucros, mas sim de auxiliar seus membros — mutuários — que, no caso, eram as sociedades corretoras, em sua prestação de serviço aos clientes.

A desmutualização consiste basicamente 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” (CARVALHO, 2010, p. 1). Abandona-se a estrutura mutualizada, na qual os usuários diretos do produto fornecido são também detentores de seus títulos patrimoniais, em um processo que vem sendo adotado por companhias seguradoras, bancos de poupança e bolsas de valores em busca de maior competitividade⁹¹. A desmutualização não envolve necessariamente a abertura de capital da empresa que passa a administrar a bolsa, embora em muitos casos o processo venha acompanhado. Não implica, igualmente, a transformação em organizações com fins lucrativos, embora seja um dos motivos que impelem as bolsas a modificarem suas estruturas de propriedade. O quadro a seguir apresenta os passos da desmutualização, em que ocorre progressivo desvencilhamento da propriedade em relação aos membros atuantes. O processo de desmutualização pode ser interrompido em qualquer um desses estágios, a depender da intenção do uso desse instrumento jurídico.

⁹¹ Conforme Carvalho (2010, p. 1), que cita a IOSCO, desde meados dos anos 1990 a desmutualização tem sido tendência entre as bolsas de valores do mundo todo. Segundo o autor, com base em estatísticas da WFE, em 2004 70% da capitalização de mercado das bolsas do mundo todo eram de bolsas desmutualizadas e listadas, 18% das desmutualizadas não-listadas e apenas 11% das mutualizadas.

Quadro 8. Etapas do processo de desmutualização

Tipo de companhia	Controle
Sociedade mútua	Controlada por membros
Cia. Privada com fins lucrativos	Adquirida por membros
Cia. Privada com fins lucrativos	Colocação provada para os membros, cia. Listada e investidores institucionais
Cia. Listada	Ações restritas
Cia. Listada	Ações irrestritas

Elaboração própria com base em Aggarwal (2002).

A ideia da desmutualização, conforme Hori (2010, p. 78), não era nova no Brasil, já constando em planos da Bovespa na década de 1990. O processo estava se repetindo em bolsas do mundo todo, que deixavam suas estruturas tradicionais em busca da criação de um mercado competitivo de bolsas. A demora na aplicação do processo esteve relacionada, segundo o autor, à ideia de que “o mercado nacional não era forte o suficiente para sustentar tal decisão”. Além disso, a quebra da bolsa do Rio de Janeiro e a recente centralização das bolsas exigiu um aprimoramento das instruções bursáteis por parte da CVM. O processo finalmente se concretiza no Brasil após 2007, contando com uma regulação específica da Instrução CVM nº 461/2007, que reafirmava a possibilidade de organização, na forma de sociedades anônimas, não apenas das bolsas de valores, mas também das bolsas de mercadorias e futuros e dos mercados de balcão organizado. A partir desse momento, têm início as desmutualizações da Bovespa, da BM&F e da CETIP.

A desmutualização, no Brasil, tendeu para a abertura de capital. A Bovespa criou uma *holding*, registrando-a como companhia aberta, inicialmente abrigando duas subsidiárias integrais, a CBLC e a BVSP S.A., formando a Bovespa S.A.. Posteriormente, absorve a recém desmutualizada BM&F S.A., transformando-se, em 2008, na BM&FBovespa S.A., *holding* de capital aberto listada na própria bolsa de valores de São Paulo (auto-listagem). Conforme Pasti (2010, p. 14), ao desmutualizar-se, a *Bovespa Holding* agrega, além da Bovespa, a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), responsável pela liquidação das operações no mercado de títulos, passo muito importante para o fortalecimento de seu monopólio.

Não apenas a estrutura da própria instituição de bolsa se modificou, mas também a de seus intermediários. A participação dos corretores na bolsa sempre foi fundamental para seu desenvolvimento, uma vez que sempre representaram a conexão principal entre os investidores e as operações disponibilizadas pela bolsa. A concepção jurídica do corretor, no entanto, mudou significativamente. Conforme Mattos Filho (1986, p. 10) a intermediação foi regulamentada pela primeira vez em 1845, de forma bastante generalista, apontando corretores gerais que teriam a incumbência oficial de intermediar os negócios feitos nas praças do comércio. Pouco tempo depois, surgiram corretores especializados em títulos públicos (separados dos corretores de navios e de mercadorias), cuja regulamentação seria mais severa e controlada. Pela necessidade que o Estado via de controlar e supervisionar de perto das transações comerciais, o cargo de corretor permaneceu com título oficial por todo o período inicial de desenvolvimento das bolsas.

A situação só veio mudar de fato com as mudanças trazidas pela Lei do Mercado de Capitais em 1965, a partir da qual “os corretores oficiais, antes nomeados por decreto estadual e com cargo vitalício e hereditário, passaram a constituir sociedades corretoras, ou seja, empresas, entidades civis” (BRANDÃO, 1999, p. 80-81). A abertura dessa possibilidade incorporou aos intermediários desde empresas constituídas por antigos corretores oficiais⁹² até corporações transnacionais bancárias, com subsidiárias dedicadas à atividade. Isso fez com que o mercado fosse tomado por empresas de diversos portes, ocupando o lugar que antes era exclusivo dos escritórios de corretores apontados oficialmente. Essas sociedades corretoras, através da formação das bolsas como associação mutualista, como já explicado anteriormente, tornaram-se sócias da bolsa de valores, o que viria a mudar somente com a desmutualização, em 2007.

A separação do cargo de corretor da propriedade da bolsa fez com que mudassem os objetos e interesses a serem defendidos pela bolsa, que não mais atendia as necessidades de corretores, mas seguiam os princípios de lucratividade da própria empresa de bolsa. Isso impactou fortemente o mercado de sociedades corretoras. As corretoras bancárias, que já vinham ganhando destaque desde os anos 1980, passaram a dominar grandes

⁹² Abriu-se a possibilidade de que os corretores oficiais se transformassem em sociedades corretoras. Conforme Brandão (1999, p. 81), dos 50 escritórios de corretores oficiais existentes, 26 tornaram-se corretoras até 1968; mas até 1998, apenas 5 continuavam operando (Magliano, Souza Barros, Lerosa, Isoldi e Spinelli), as outras tendo deixado o mercado em meio à árdua concorrência. Os escritórios Magliano e Lerosa continuam operando até hoje.

flancos do mercado, tornando a atividade árida para os pequenos escritórios. Os poucos escritórios que não estão ligados a bancos e nem a outras instituições financeiras maiores trabalham investindo em mercados de nicho ou em investidores pessoa física, como um “mercado de varejo”.

O Banco BM&FBovespa, herança do Banco BM&F criado em 2004, é um exemplo da tentativa de reduzir custos das corretoras para facilitar sua atuação junto à bolsa e, ao mesmo tempo, poder lucrar com o oferecimento de mais tipos de serviços. Através da infraestrutura do banco, já convenientemente acoplada à estrutura da BM&FBovespa, é possível ter acesso a serviços de gerenciamento de riscos e outros serviços adicionais⁹³, desonerando a atividade de corretagem das estruturas complexas que envolvem a liquidação de ativos (BM&F, 2006, p. 296). O banco, assim, participa junto com outros agentes em algumas das funções do mercado da bolsa.

As bolsas e as sociedades corretoras são os dois elos principais que permitem a compra e venda dos títulos no mercado. Por sua vez, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários se encarregam de observar e elaborar as normas do mercado de títulos, regulando, juntamente da própria bolsa — sendo ela uma entidade autorreguladora — os princípios que devem reger as instituições de valores mobiliários. Considerando que as primeiras instituições, nesse circuito, representam o mercado, e as segundas representam o Estado, completamos essa tríade tratando, a seguir, das associações representativas que, representando os diversos agentes do mercado e em constante conversa e consonância com as agências regulatórias do Estado e com as bolsas e seus participantes, também colaboram na regulação do mercado de títulos.

Os anos 1970 foram um marco no estabelecimento de sucessivas e diversas associações representativas do mercado de capitais, e seu surgimento está bastante atrelado, salvo algumas exceções, à cidade de São Paulo, onde, na época de seu surgimento, já estava localizada uma parte relevante da estrutura do mercado de capitais brasileiro. Além disso, o peso econômico das empresas sediadas nesse centro urbano já

⁹³ Conforme a BM&F (2006, p. 294), à época da criação do banco, a principal tarefa definida para ele era “financiar as eventuais necessidades de liquidez dos participantes de mercado entre as chamadas ‘janelas’ de liquidação das *clearings*”, já que haviam horários distintos de liquidação entre as diversas *clearings*. Essa função, com a unificação dessas atividades, tornou-se desnecessária, legando, assim, o banco como possibilidade da bolsa atuar em outras funções diversas.

fundamentava o poder de várias das associações, que teriam bastante relevância na relação entre o mercado e os agentes do Estado. Silva (2001, p. 24) aponta para a importância dessas associações representativas do poder político-econômico da cidade de São Paulo: já em 1920 duas instituições surgem no contexto político paulistano, a Associação de Bancos de São Paulo e o Centro das Indústrias de São Paulo, reflexo da busca por novas formas de organização dos setores financeiro e industrial que defendiam interesses econômicos não mais atrelados ao café, que dominara os planos econômicos paulistas até então. Assim, essa proliferação de associações do setor financeiro no território brasileiro, em especial na metrópole paulistana, pode ser interpretada como expressão da ação desta classe financista, reunindo investidores e profissionais, que busca dar luz às suas demandas políticas e econômicas a partir de sua influência crescente. Conforme Silva (*op. cit.*, p. 60), “a força política de São Paulo é hoje paralela e complementar às funções políticas de Brasília”, delineando a existência, por um lado, de associações profissionais das mais diversas, como a Associação dos Consultores Políticos, a Associação Brasileira de Executivos e a Associação Nacional de Recursos Humanos e, por outro, das decisões sindicais de trabalhadores. Conforme levantamento realizado, apresentamos no quadro 9 as associações relacionadas ao mercado de capitais brasileiro no período atual:

Quadro 9. Brasil: Associações representativas de agentes do mercado de capitais (1960-2014)

Tipo	Sigla	Nomenclatura	Ano de criação
Associações de intermediários do mercado	ANAAI	Associação Nacional dos Agentes Autônomos de Investimento	1974
	ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro	1971-2009
	ANBID	Associação Nacional de Bancos de Investimento	1967-2009
	ANBIMA	Associação das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais	2009 ⁹⁴
	ADEVAL	Associação Nacional das Distribuidoras de Valores	1965-2011
	ANCOR	Associação Nacional das Corretoras de Valores	1972-2011
	ANCORD	Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias	2011 ⁹⁵
	IBCPI	Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais de Investimento	2000
	CNBV	Comissão Nacional de Bolsas	1948-2000
	ABRASCA	Associação Brasileira de Companhias Abertas	1971
Associações de agentes do mercado acionário	AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais	2006
	ABAMEC	Associação Brasileira do Mercado de Capitais	1970-1988

⁹⁴ Resultado da fusão entre a ANDIMA e a ANBID.

⁹⁵ Fruto da reunião entre as entidades dos corretores de valores (ANCOR) e distribuidores de valores (ADEVAL) em 2011.

	APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais	1988 ⁹⁶
	ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital	2000
	INI	Instituto Nacional de Investidores	2002-2012
	IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa	1995
	IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores	1997
	CAF	Comitê de Aquisições e Fusões	2009
	IBEF	Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças	1971
Associações de governança empresarial	CODIM	Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado	1977
	ANEFAC	Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade	1968
	IBMEC	Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais	1970
	ABEF	Associação Brasileira de Educação Financeira	2005

Fonte: websites das instituições (Elaboração própria).

Observando o histórico de criação das associações, constatamos que começam a formar-se nos anos 1960, como seguimento ao movimento de modernização do mercado de capitais. Assim, até o ano de 1972, há associações para corretores, distribuidores, bancos, companhias abertas e analistas financeiros, bem como um instituto de formação para o mercado de capitais, com cursos de pós-graduação. São associações sobretudo de classes profissionais envolvidas com o mercado de capitais. Os anos 1990, por sua vez, representam a aparição das associações de governança, como parte de um processo de racionalização da gerência das companhias abertas, integrando as políticas de incentivo à maior divulgação de informações por parte das empresas para irrigar o mercado de investidores. Finalmente, os anos 2000 trazem consigo uma renovação, com associações surgindo tanto de fusões (ANBIMA e ANCORD) quanto de novas reuniões de agentes,

⁹⁶ Anteriormente denominada ABAMEC. A Apimec Nacional congrega diversas entidades regionais: Apimec-Sul, Apimec-DF, Apimec-MG, Apimec-Nordeste, Apimec-RJ e Apimec-SP.

como a associação de investidores e o Instituto Brasileiro de Certificação de Profissionais Financeiros — IBCPF (este, resultado de uma necessidade de profissionalização dos agentes intermediários do mercado financeiro). Da mesma forma, observamos o surgimento da Associação Brasileira de Educação Financeira (ABEF) como elemento do processo de divulgação do mercado de capitais que se procura intensificar nessa década.

O mercado de bolsa em si abriga uma estrutura de autorregulação, muito discutida por Calabro (2010, p. 139-142). Para ele, a análise dessa nova estrutura de regulação deve ser realizada por perspectivas atualizadas, pois não se enquadra nas tradicionais formas de regulação estatal e nos tradicionais conceitos de autorregulação, apontando para uma “concepção neoliberal de ‘ausência de regulação’” e para a “noção que remete à aparente identidade física entre regulador e regulado”. O autor vê na análise da evolução histórica um movimento de legitimação e institucionalização dessa autorregulação que nasce como fenômeno social, da livre iniciativa de corretores (intermediários), que depois é legitimada, organizada e prevista no ordenamento jurídico. Considera a autorregulação do mercado de bolsa como atividade paraestatal, “imbuída de poder de polícia delegado, que tem como objetivos a concretização do modelo teórico neoclássico de justa formação dos preços segundo a livre atuação das forças de oferta e demanda e, também, a melhoria dos padrões de conduta praticados no mercado” (CALABRO, *idem*). Finaliza concluindo que a atual estrutura de autorregulação do mercado de bolsa é um “exemplo bem sucedido desse movimento de abertura do sistema jurídico” (CALABRO, *idem*), no qual ocorre delegação de competência regulatória a órgãos públicos especializados e à própria iniciativa privada, com julgamento caso a caso de eventuais conflitos pelo Poder Judiciário.

As diversas associações supracitadas apresentam diálogos constantes com os órgãos regulatórios da bolsa de valores. A própria bolsa funciona, em consequência do exposto acima, como entidade privada que está em constante negociação com os órgãos regulatórios do governo, submissos, por sua vez, ao Banco Central. O poder do Estado está presente no planejamento das instituições e na adoção de regulações mais ou menos restritivas, enquanto os diversos agentes são representados nas associações setoriais, congregando investidores, prestadores de serviços e demais interessados do mercado. Podemos, assim, falar em uma regulação híbrida do território, conceito trabalhado por Antas Jr. (2005), que aponta uma ruptura entre um modelo de regulação predominantemente estatal e uma rápida transição para um modelo que denomina híbrido, “no qual estão presentes o Estado, as corporações hegemônicas e, com menor

peso de influência nesse tripé regulatório, os movimentos sociais organizados, mais as associações ‘relevantes’ de consumidores” (ANTAS JR., *op. cit.*, p. 210). Notamos aqui que, no mercado de capitais, há atuação forte de órgãos governamentais (com destaque à CVM e ao Banco Central), sempre em consonância com os movimentos do mercado, buscando mantê-lo em funcionamento e seguindo, assim, preceitos econômicos que favorecem a permanência das grandes corporações como empresas relevantes no mercado nacional. Além disso, tais órgãos estão em constante contato com as associações representativas de agentes do mercado — sejam eles receptores de investimento (grandes corporações), intermediários (empresas de corretagem, bancos) ou investidores (fundos de pensão, fundos de investimento, pessoas físicas e jurídicas). Santos ([1996] 2009c, p. 232) nos diz que “o aprofundamento resultante da divisão do trabalho impõe formas novas e mais elaboradas de cooperação e de controle”. Assim, por meio de ações normadas e de objetos técnicos cada vez mais sofisticados, a regulação da economia e do território impõe-se ainda com mais força, uma vez que um processo produtivo que é “tecnicamente fragmentado e geograficamente espalhado exige permanente reunificação para ser eficaz” (SANTOS, *idem*).

A imposição dessa forma de regulação híbrida, numa colaboração constante entre as diversas entidades, faz com que o mercado de títulos em território brasileiro seja resultado de uma constante negociação entre o as instituições do mercado, seus participantes, e o Estado. Por meio dessa regulação, busca-se dar atenção às rápidas mudanças técnicas e suas necessidades de adaptação normativa. Podemos observar, assim, a relevância do que Santos ([1996] 2009c) denomina *círculos de cooperação*. Atuando de maneira consonante, esses diversos elementos constituintes do circuito movimentado pela bolsa de valores exercem uma relação de cooperação porque, mesmo que em determinados casos exerçam a concorrência direta, é necessário tomar ações conjuntas para que o mercado se sustente e se desenvolva em acordo com os principais movimentos mundiais, permitindo continuar atrativo para os capitais e, portanto, se sustentar.

A própria CVM baseia-se, conforme Costa (2006), no tripé “regulação, educação e desenvolvimento”, buscando, para além de fiscalizar a bolsa, apoiar os projetos de treinamento e profissionalização para o mercado de capitais, mas também estimular o fluxo de poupança para o mercado e definir os novos instrumentos financeiros. A entidade busca colocar-se como uma entidade próxima dos mercados, bastante ligada com sua dinâmica, evitando atuar como um braço vertical da atuação estatal. Apesar disso, sua

situação enquanto entidade política governamental tem certo peso sobre as possibilidades da autarquia, já que seu orçamento, que precisa ser aprovado no Congresso Federal, não lhe confere autonomia financeira, e a entidade aponta certa dificuldade, por exemplo, ao lidar com os ministérios controladores das empresas listadas, assim como um conflito com o pouco conhecimento das demais entidades governamentais acerca das particularidades dos mercados financeiros.

A bolsa passou, nas últimas décadas, a planejar ativamente o desenvolvimento do mercado de capitais. Em 1991, elabora o primeiro Plano Diretor do Mercado de Capitais, planejando sua expansão e acompanhando planos para as privatizações que se seguiriam nos anos 1990 (BARCELLOS, 2011, p. 156). Em 2002, surge outro Plano Diretor, idealizado juntamente com outras 45 entidades envolvidas nesse campo e com coordenação da Associação dos Analistas Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), surgido “no bojo de uma mobilização política idealizada pelo então presidente do Conselho de Administração da Bovespa, Raymuno Magliano Filho, batizada de ‘Ação Cívica pelo Fortalecimento do Mercado de Capitais’” (MIFANO, 2009, p. 8). A ideia foi criar um fórum ativo de discussões sobre os diversos temas relacionados ao mercado de capitais, como política macroeconômica, regulação e agentes de mercado⁹⁷ (COSTA E SILVA, 2007, p. 28). O plano, que “integrou uma ação cívica instaurada como intuito de adotar medidas para promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional” (OLIVEIRA, 2009, p. 76), buscou ações como promover a acessibilidade de novas empresas ao setor produtivo do mercado, também buscando alternativas para redução de custos nos processos de abertura de capital, além de planejar programas educacionais e de divulgação do mercado. Dando sequência, um outro Plano Diretor foi elaborado em 2008, quando os assuntos se concentraram na governança corporativa, na educação financeira, nos impostos e na regulação do mercado (MIFANO, 2009, p. 9).

A Comissão Nacional de Bolsas de Valores (CNBV), por algum tempo, seguiu como entidade importante no Brasil. Inicialmente ligada ao Conselho Interamericano de Comércio e Produção (CICYP), reestruturou-se em 1956 na forma de entidade autônoma com personalidade jurídica, passando a representar a reunião das bolsas brasileiras,

⁹⁷ Uma das principais discussões envolvia questionamentos à já citada cobrança da CPMF em operações de bolsa.

contando com membros de diversas bolsas do país em sua diretoria. Fora criada, inicialmente, para “buscar meios que facilitassem a realização dos negócios entre as corretoras de diversas bolsas” (COSTA, 2006, p. 322), mas logo incluiu em suas finalidades a promoção de campanhas educacionais para os negócios e outras atividades de desenvolvimento do mercado. A CNBV foi gradativamente perdendo seu poder com o fortalecimento da Bovespa nos anos 1990 em detrimento das demais bolsas, até que sua existência perdeu o sentido a partir da consolidação de uma única bolsa. Outra entidade que cabe ser mencionada foi o Comitê de Divulgação de Informações do Mercado de Capitais (CODIM), formado por diversas associações relacionadas ao mercado de capitais em 1977 em busca de promover um maior conhecimento sobre o mercado entre a população (COSTA, 2006, p. 323).

Por fim, o Brasil tem participado em instituições internacionais de regulação, como o International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e o Financial Stability Board (FSB), além de adotar padrões internacionais como o International Financial Reporting Standards (IFRS), estabelecido por lei em 2010. Assim, algumas de suas diretrizes estão em sintonia com os paradigmas mundiais do mercado de capitais através do contato com essas instituições. A IOSCO, por exemplo, lançou 30 princípios para regulação dos valores mobiliários em 2003, entre os quais estavam a proteção dos investidores, a garantia de mercados justos, eficientes e transparentes e a redução do risco sistêmico (NODA, 2010, p. 70).

A partir das questões descritas, elaboramos, a seguir, um esboço do circuito movimentado pela BM&FBovespa, destacando os círculos de cooperação. Notamos que a localização de grande parte dos agentes em São Paulo implica na “realização” de grande parte desses círculos internamente aos centros de negócios da metrópole. O Banco Central e a CVM possuem suas sedes em Brasília e Rio de Janeiro, respectivamente, embora possuam escritórios de peso relevante em São Paulo. As corretoras, como veremos adiante, se concentram sobremaneira em São Paulo, bem como as demais empresas prestadoras de serviços no circuito.

Figura 3. Circuito movimentado pela BM&FBovespa e seus círculos de cooperação

Elaboração própria.

A BM&FBovespa, movimentando esse circuito, se configura como instituição bursátil de grande porte, submetida à regulação do Estado, em constante negociação com entidades setoriais, congregando operações de todo o território. Encaixa-se, juntamente às demais entidades do mercado de capitais, no Sistema Financeiro Nacional (SFN), detalhado na figura 4, no qual instituições diretamente ligadas ao mercado de capitais aparecem em destaque. Embora alguns dos participantes do circuito estejam representados no SFN, o circuito o extrapola, incluindo de empresas de informação até entidades representativas, além, é claro, da multiplicidade de investidores.

Figura 4. Organização do Sistema Financeiro Nacional

Elaboração própria com base em Portal do Investidor (2015)

3.1.3. A consolidação e a manutenção do monopólio bursátil brasileiro

Como destacamos, a fusão entre a BM&F e a Bovespa, resultando, em 2008, na *holding* BM&FBovespa, passando pelo processo de auto-listagem no qual as ações da sociedade anônima controladora da bolsa, a BM&FBovespa S.A.⁹⁸, passam a estar disponíveis para negociação na própria bolsa, foi fundamental para a conformação do novo modelo de negócios em bolsa no Brasil. Dutra (2008, p. 214) diz que, com a desmutualização, as bolsas ingressaram “em uma nova fase de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no país”, embora o ingresso na nova realidade organizacional tenha ocorrido tardiamente em relação ao mesmo processo de ocorrido em outros países — fato atribuído pelo autor à falta de pressão competitiva no país, onde o mercado já se encontrava em grande parte concentrado na Bovespa.

A desmutualização ocorre em um momento chave, no qual as bolsas de valores já haviam sido todas absorvidas pela Bovespa, resultando em uma única entidade de bolsa no país, fortalecida e sem concorrência no mercado acionário. A bolsa, com isso, fica pronta para expandir-se, também, para outros mercados. É isso que levou à reaproximação com a BM&F, que, como já mencionado, havia sido criada a partir da própria iniciativa da Bovespa na década de 1980. Ao fundir-se com a BM&F, a bolsa de São Paulo incorporaria não apenas a estrutura de bolsa de futuros e derivativos, mas também de bolsa de mercadorias, herdada da Bolsa de Mercadorias de São Paulo que havia sido incorporada pela BM&F. Passa a participar de diversos mercados, atuando com ações, renda fixa, derivativos, *commodities*, futuros, opções, *swaps*, entre outros.

Podemos dizer que, quando teve lugar a centralização das bolsas, catalizada pela absorção da bolsa do Rio de Janeiro, formou-se um *monopólio bursátil* no território brasileiro. Esse monopólio, como viemos descrevendo, é facilitado tanto pelos desenvolvimentos técnicos estabelecidos pela BM&FBovespa quanto pelos conteúdos normativos do território que regulam o mercado de capitais no país. A infraestrutura adequada —que envolve, atualmente, a capacidade de processar, liquidando e

⁹⁸ Atualmente, a BM&FBOVESPA S.A. — Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros é dona de 99,99% da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM), 99,99% do Instituto BM&FBovespa, 100% do Banco BM&FBOVESPA de Serviços de Liquidação e Custódia S.A., 100% do BM&FBOVESPA UK Ltd., 100% do BM&F (USA) Inc. e 86,95% da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

custodiando, uma capitalização bursátil trilionária — está nas mãos da bolsa de São Paulo, que incorporou a Caixa Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) em sua própria estrutura, realizando ela mesma esse serviço financeiro. Por outro lado, a regulação híbrida estabelecida com os demais agentes do mercado e o desenvolvimento de um estreito contato com as entidades regulatórias, é outro elemento importante deste monopólio. Sendo uma autoridade regulatória sobre si mesma, e tratando sobre complexas questões instrumentais financeiras sobre as quais tem o domínio do conhecimento, a bolsa tem uma negociação direta com a Comissão de Valores Mobiliários, auxiliando na preparação das mudanças e sendo supervisionada de perto. O próprio desenvolvimento de uma estrutura regulatória mais robusta na CVM já se deu em vigência da Bovespa como principal bolsa brasileira e, portanto, tem seus principais traços já relacionados às soluções apresentadas aos problemas e intenções da bolsa de São Paulo no período recente.

Duas tentativas de quebra desse monopólio são dignas de nota. A primeira é representada pelas empresas estadunidenses *Bats Global Markets* e *Direct Edge*, que se fundiram no ano de 2013 (PINHEIRO, 2013) e pretendiam inaugurar uma bolsa no Rio de Janeiro. A segunda iniciativa tem sido levada a cabo pela empresa brasileira *Americas Trading Group* (ATG), fundada em 2010 no Rio de Janeiro (ATS BRASIL, 2014), que atua oferecendo serviços e produtos de negociação eletrônica na América Latina. A empresa pretende colocar em funcionamento uma bolsa — a *America's Trading System Brasil* — também na capital carioca, contando com parceria da *NYSE Euronext*. Prometendo a inauguração de uma bolsa em 2014, a empresa não obteve sucesso, mas prosseguiu na tentativa de quebra do monopólio, entrando, em abril de 2016, com um pedido ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) para que abra um inquérito contra supostas práticas anticoncorrenciais da BM&FBovespa (REUTERS, 2016), uma vez que a CVM negou o pedido de criação da bolsa (VALOR ECONÔMICO, 2016). Além do fator jurídico, o econômico e institucional também traz complicações, já que, sem estrutura própria de depósito e compensação, a nova bolsa teria de pagar pelo acesso aos serviços fornecidos pela própria bolsa de São Paulo, mas um acordo entre as partes nunca teve lugar.

É interessante ressaltar o fato de que o segundo projeto de implantação de uma bolsa é financiado pelos fundos de pensão Postalís, relativo aos funcionários dos Correios, e também pelo Serviço Federal de Processamento de Dados (Serpro), com investimento

realizado por meio de um fundo de participações (FIP) chamado ETB. O responsável pelo projeto, Arthur Pinheiro Machado, foi presidente da Ágora Investimentos.

Observamos também o fato de que a praça financeira do Rio de Janeiro, em busca de recomposição, busca atrair apoio dessas iniciativas do capital estrangeiro. Da mesma forma, a cidade foi eleita como uma frente para desafiar o monopólio bursátil, tendo em conta o domínio que São Paulo passou a exercer sobre o mercado financeiro e as insatisfações que decorrem disso. A intenção da instalação de bolsas no Rio de Janeiro é frequentemente anunciada como possibilidade de reanimar essa praça financeira, na maioria das vezes por agentes do mercado, mas por vezes também por agentes da política, a exemplo do governador do Rio de Janeiro que, em 2014, teria mantido conversas com o Ministério da Fazenda e a CVM, bem como com a bolsa mercantil de Nova York (NYMEX), para recriação de uma bolsa de valores na cidade (RIZÉRIO, 2015).

Uma terceira “especulação” a respeito de bolsas alternativas se dava em torno da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), empresa que era a maior responsável por operações com títulos de renda fixa no Brasil. Embora a empresa negasse intenções, apontava-se como uma possível nova bolsa de valores no Brasil (PINHEIRO, 2014a). Ao longo dos anos 2000, a CETIP ganhara importância por ser uma grande operadora de mercado fora de bolsa, vindo também a se desmutualizar em 2009, adquirindo o nome de CETIP S.A. — Balcão Organizado de Ativos e Derivativos. Torna-se, na década de 2010, a principal entidade administradora de mercado de balcão organizado do Brasil, negociando vários ativos como debêntures, fundos de investimentos e derivativos de balcão, estabelecendo competição direta com alguns dos serviços de renda fixa praticados pela BM&FBovespa. Isso levaria à derradeira compra da CETIP pela BM&FBovespa, realizada em 2016, com absorção de suas operações pela bolsa, que ao incorporar sua estrutura reforça ainda mais seu monopólio bursátil.

A principal barreira enfrentada pelas potenciais concorrentes da BM&FBovespa se dá em torno das atividades de “pós-negociação”. Tais serviços são atualmente realizados pela Caixa Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), de propriedade da BM&FBovespa, que se recusa a oferecer os serviços a terceiros antes da integração de quatro serviços de *clearing* (ações, derivativos, câmbio e títulos públicos) (PINHEIRO, 2013). Tais serviços, de elevado custo tecnológico e financeiro, aparecem como impeditivo de instalação de atividades semelhantes por novas empresas que, apesar disso, vêm tentando contornar a situação atraindo capitais, a exemplo da tentativa de emissão de

R\$445 milhões em debêntures realizada pelo America's Trading Group (ATG) em 2014 com intenção de investir na criação de uma câmara de compensação própria (PINHEIRO, 2014c).

Cabe mencionar, finalmente, que a BM&FBovespa tem sua propriedade atualmente dividida entre diversos acionistas, já que possui seu capital aberto e listado na própria bolsa. Existem, porém alguns acionistas principais, entre os quais se encontram as instituições financeiras: Capital World Investors (7,67%), Fundos Administrados pela Oppenheimerfunds, Inc (7,37%), Fundos Administrados pela Blackrock, Inc (5,09%), tendo ainda 1,57% de ações em tesouraria. Os demais acionistas contabilizam 78,3%, pouco mais de três quartos da propriedade da *holding* bursátil.

Tendo observado a dinâmica atual da BM&FBovespa frente às novas possibilidades abertas no mercado de capitais brasileiro, observamos que o monopólio da bolsa tende a se preservar por dois elementos basilares e inter-relacionados: as *técnicas* e as *normas*. Enquanto investimentos técnicos de peso necessitam ser realizados para a implantação de plataformas de negociação eletrônica seguras — que ofereçam maiores possibilidades de serviços e com maior agilidade —, também é verdade que, nos últimos anos, as normativas adotadas para o mercado de capitais foram baseadas, em grande parte, nas prerrogativas de funcionamento da BM&FBovespa. Assim, em decorrência do processo histórico de sua composição, a Comissão de Valores Mobiliários, na regulação do mercado de capitais, aproxima-se dos interesses e possibilidades abertas por tal bolsa, em negociação direta com ela, fazendo com que esteja muito mais adaptada às necessidades técnico-normativas do que outras empresas que desejem instalar-se em território brasileiro. Assim sendo, embora não seja legalmente proibida a instalação de uma nova bolsa de valores, as dificuldades de sua abertura representam verdadeiro impeditivo e colaboram para a manutenção do monopólio, funcionando como barreiras à entrada⁹⁹ para as demais empresas do setor. Isso ocorre na medida em que, além de a criação de um novo segmento do mercado de capitais exigir grande quantidade de capital a ser investido em seu desenvolvimento técnico e organizacional, a implantação de uma

⁹⁹ O conceito de barreiras de entrada é bastante utilizado para apontar características que impedem o ingresso de novas empresas em um determinado setor de um país ou região, o que dificulta que se estabeleça uma concorrência. Destacamos aqui como principais fatores dessa barreira o técnico, o financeiro e o regulatório, que, como temos apontado, tendem a perpetuar o monopólio da bolsa de São Paulo.

nova bolsa teria problemas com as políticas regulatórias, ou seja, a burocracia necessária para licenciar a atividade bursátil.

Centralizando negociações em grande parte dos mercados de títulos brasileiros, e monopolizando o mercado de bolsas, a BM&FBovespa, atualmente, opera os seguintes instrumentos financeiros:

Quadro 10. Instrumentos financeiros oferecidos pela BM&FBovespa (2016)

Equidades	Ações	
	<i>Brazilian Depository Receipts</i> (BDR)	
	<i>Exchange Trading Funds</i> (ETF)	
Derivativos	Futuros e opções listados em bolsa	Financeiros (índices de bolsa, taxa de juros, taxa de câmbio, índice de preços, dívida soberana, produtos estruturados)
		<i>Commodities</i> (café, açúcar, etanol, algodão, milho, soja, gado)
	Balcão (<i>Over The Counter</i>)	<i>Swaps</i> Obrigações flexíveis Metais
Renda Fixa/Obrigações corporativas	Títulos públicos	
	Debêntures	
	Papéis comerciais	
	Securitização de ativos	
	Securitizações hipotecárias	

Elaborado com base em ANNA (2016)

Conforme BM&FBovespa (2016a), para que tantas transações ocorram de forma harmoniosa — ou seja, em funcionamento contínuo e fornecendo confiabilidade aos investidores para que possam depositar seus capitais — é necessária uma série de cadeias de serviços tanto na negociação quanto na pós-negociação. Isso inclui: (i) uma plataforma de negociação (sistema que permite a compradores e vendedores se reunirem e realizar o negócio virtualmente); (ii) uma câmara de compensação (sistema que calcula posições de compra e venda e controla o risco do mercado, atuando também como contraparte central garantidora, ou seja, assumindo a responsabilidade de honrar todas as compras e vendas); uma câmara de liquidação (sistema que controla e processa a troca de dinheiro por títulos

negociados); e uma central depositária (sistema que contabiliza e armazena os ativos negociados). A bolsa paulista buscou concentrar todas essas operações, o que a permite lucrar com o oferecimento de serviços em todo a cadeia de transferência de investimentos — formando a chamada integração vertical — tanto para ações como para derivativos e demais valores imobiliários. A figura 5 permite visualizar como a BM&FBovespa busca abranger todos os setores dos serviços de bolsa, exercendo domínio sobre o mercado e fortalecendo sua tendência monopolista:

Figura 5. Serviços oferecidos pela BM&FBovespa (2016)

Fonte: BM&FBovespa (2016c).

Apesar do estabelecimento do monopólio das operações em mercado aberto, a BM&FBovespa encontrou alguns limites para seu crescimento, que foram atribuídos a diversos fatores ao longo do tempo, relativos principalmente à recorrência da utilização dessa forma de capitalização pelas empresas. A existência de outros mecanismos de financiamento que atraem a preferência dos agentes econômicos que buscam capitalizar-se ou adquirir crédito é apontada por diversos autores. Roberto Grün (2009, p. 226), por exemplo, estudou as transformações no capitalismo brasileiro e a ascensão dos fundos de *private equities*, constatando que “durante os governos de FHC, a Bovespa viveu uma fase ‘anêmica’”. Foi isso que teria levado diversos agentes desse campo de mercado, notavelmente os dirigentes de fundos de pensão e da Bovespa, a advogarem por causas como a governança corporativa, primeiro na área econômica e, posteriormente, na área

ambiental, permitindo às empresas adquirirem novos capitais a partir de diferenciações na qualidade de suas atividades e de sua gestão.

O baixo desenvolvimento do financiamento empresarial de longo prazo é também apontado por Buscarini (2012), que demonstra que a captação pelos mercados de ações e por títulos privados (como debêntures e notas promissórias) é quase sempre superada em valor pelo financiamento via crédito promovido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). Segundo o autor, obstáculos enfrentados pelo mercado de capitais para se desenvolver no Brasil foram sendo paulatinamente superados, restando alguns como o diferencial das taxas de juros brasileiras e internacionais, a predominância de grandes empresas em um mercado de capitais pouco profundo e que dificulta a entrada de novas empresas de menor porte, a presença grande de investidores internacionais no mercado brasileiro e questões de insegurança jurídica. Considera ainda que ocorre uma

predominância do modelo *credit based* como padrão de financiamento no Brasil, no qual os bancos públicos foram protagonistas, em especial no crédito de longo prazo. Este protagonismo nesta modalidade de financiamento continua, e tende a ser a base para o aumento do investimento e a aceleração do crescimento brasileiro, *pari passu* ao aumento do tamanho do mercado de capitais brasileiro a partir de 2004 (BUSCARINI, *op. cit.*, p. 83).

A própria origem dos bancos de investimento no Brasil, conforme Alves (2015, p. 271),

vincula-se à tarefa de suprir uma demanda ‘reprimida’ por financiamento de empresas em longo prazo, seja pela concessão de crédito ou pela viabilização de operações com títulos e valores mobiliários transacionados na Bolsa de Valores, a fim de capitalizar os agentes que demandam recursos.

Como resultado de um desenvolvimento e uma difusão ainda incipiente do mercado de capitais como alternativa de financiamento no país, a despeito do crescimento do volume das transações, da capitalização bursátil e do protagonismo no mercado financeiro, a BM&FBovespa, ainda que tenha estabelecido um monopólio, encontra uma quantidade ainda moderada de empresas listadas em comparação com bolsas de outros países, número que atinge 385 em junho de 2016, apesar das diversas iniciativas da bolsa para tentar ampliar seu mercado. Além do número ainda baixo de participação empresarial, o mercado bursátil brasileiro padece, como temos abordado, de uma

concentração bastante grande tanto em termos do volume de títulos negociados por empresa quanto da distribuição territorial das sedes das companhias de capital aberto.

3.2. A consolidação de São Paulo como centro do mercado acionário brasileiro

3.2.1. São Paulo como centro de negócios e serviços financeiros

Aglietta ([1976] 1979) é um dos principais autores marxistas contemporâneos que exploram as noções de *concentração* e *centralização* do capital. Para ele, a concentração é a ampliação da propriedade dentro de um processo de valorização. A concentração simples é, assim, um efeito imediato do desenvolvimento desigual sobre o fracionamento dos capitais: cada capital individual é um centro de concentração, pois reúne meios para valorização e, assim, para a acumulação (variável no tempo e no tipo de atividade econômica envolvida). Já a centralização de capital é uma modificação qualitativa que cria novas relações de competição, eliminando empresas, remodelando a autonomia dos capitais: nela desaparecem inúmeros capitais individuais por absorção. É um efeito do processo geral de valorização do capital sobre o fracionamento dos capitais; por meio disso, o movimento de acumulação global encontra novas condições para desenvolver-se. A centralização de capital “reagrupa sob um mesmo poder de disposição e de controle ciclos de valorização que podem permanecer separados entre si do ponto de vista da produção e realização das mercadorias” (AGLIETTA, *op. cit.*, p. 196). Sendo descontínua no tempo, relaciona-se com as fases de formação do capital na acumulação global. Forma-se uma rede de subcontratação, onde empresas juridicamente autônomas podem não constituir capitais autônomos do ponto de vista da valorização do capital. As ondas de fusões, para Aglietta (*op. cit.*), tendem a ocorrer no auge da circulação financeira, e com a abundância de fluxos monetários não vinculados a operações da empresa.

Seguimos, assim, a ideia de Aglietta para definir um processo de centralização no mercado de capitais brasileiro. Por um lado, observamos uma tendência — inclusive ressaltada por Dicken (2010 p. 419) —, de empresas de serviços financeiros realizarem fusões e aquisições, bem como a transnacionalização e a terceirização de serviços. As bolsas de valores, conforme se transmutaram de “associações civis entre sociedades corretoras” para “empresas de capital aberto fornecedoras de serviços” (de listagem, de ambiente de mercado, entre outras operações) seguiram essa tendência. Um processo de centralização da atividade bursátil no território brasileiro levou, então, à conformação do

monopólio da BM&FBovespa, situada em São Paulo, atraindo em seu entorno as demais empresas de serviços financeiros, além de instituições e associações setoriais. Além dessa centralização das atividades de serviços financeiros, observamos um processo de concentração e centralização de capital cada vez maior através da aglomeração de sedes empresariais das grandes corporações na capital paulista.

Conforme Santos ([1996] 2009c, p. 240), com a instalação do meio técnico-científico-informacional, “diminui a arena da produção, enquanto a respectiva área se amplia”, fazendo referência à previsão de Marx de que a arena necessária à produção das mesmas quantidades tenderia à diminuição. O espaço reservado ao processo direto, com avanços das técnicas científicas e de organização e administração diminui significativamente, conquanto o espaço da produção como um todo aumenta, tendo em vista que o processo de especialização procura lugares separados onde a produção de certos produtos seja vantajosa, ocorrendo uma “ampliação da área”.

Fazemos referência a essa oposição entre a área e a arena do capital em função da análise da centralização dos serviços financeiros. Por um lado centralizam-se os processos que concretizam a realização de algumas das operações, quais sejam o processamento e a armazenagem de dados e as tomadas de decisão, dando-se uma centralização institucional em um único ponto, um centro de negócios no qual tais processos podem ocorrer de maneira mais coordenada e simultânea. Por outro lado, amplia-se a área de atuação, na medida em que os serviços podem, agora, atingir diversos pontos do território sem que para isso seja necessária toda a infraestrutura de realização das operações. São as redes técnicas permitem essa ampliação da área de coleta e absorção de capitais para o mercado financeiro, que, centralizando seus processos através da criação de Centros de Processamento de Dados (CPD), simultaneamente aumenta a eficiência do sistema e empurra os limites territoriais das transferências de capitais.

As grandes empresas relacionadas ao mercado de capitais tendem a se aglomerar de maneira crescente. A tendência é a localização das sedes dos principais serviços avançados no centro de negócios da cidade de São Paulo, com papel secundário assumido pelo Rio de Janeiro e terciário por Minas Gerais e Rio Grande do Sul. No caso da economia do setor público, Brasília também é central para a rede urbana brasileira. O papel secundário do Rio de Janeiro para as empresas privadas é garantido pela inércia das companhias que lá se sediavam desde quando essa metrópole era o principal centro econômico do país, mas também porque a cidade ainda sustenta alguns órgãos e empresas

de comando governamental, tais como a Petrobras, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Comissão de Valores Mobiliários, este último órgão sendo bastante relevante ao se tratar do mercado de capitais.

As chamadas “Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários”, criadas pela legislação que transformou o mercado de capitais em 1965, substituíam os antigos agentes corretores mobiliários, e são atualmente responsáveis pela intermediação das negociações que ocorrem na BM&FBovespa. Segundo o Banco Central do Brasil (2015), tal categoria de empresa “tem por objetivo, entre outros: comprar, vender e distribuir títulos e valores mobiliários; operar em bolsas de mercadorias e de futuros; e operar em recinto ou em sistema mantido por bolsa de valores”. São sociedades anônimas ou por quotas de responsabilidade limitada que abrigam funcionários e infraestrutura para realizar transações que ocorrem na bolsa de valores, sendo de contratação obrigatória para qualquer negociação. Sendo assim, seu alcance é o que possibilita que fluxos de capitais possam chegar até a bolsa de valores. A topologia de tal espécie de empresa permite compreender, de maneira considerável, a localização dos principais investidores na bolsa de valores, clientela com a qual tais empresas buscarão proximidade.

A centralização do mercado de capitais na BM&FBovespa, logo em São Paulo, levou a uma progressiva concentração de sociedades corretoras e distribuidoras nessa cidade, ultrapassando quantitativamente o Rio de Janeiro, significando a extinção ou deslocamento de diversos agentes espalhados pelo território em detrimento de um menor número de agentes em São Paulo. Destacamos que o avanço nas técnicas necessárias para realizar transações, bem como a complexidade normativa das operações em bolsa na atualidade, contribuíram ainda mais para o enfraquecimento das instituições menores. A exigência, por exemplo, de que corretoras mantenham grandes infraestruturas de armazenamento e processamento de dados, bem como garantias monetárias dos valores transacionados, determinou subsequentes fusões e aquisições entre empresas do setor, levando inclusive a uma reelaboração, em 2014, da classificação de corretoras. Após severas reclamações de sociedades corretoras que, especialmente após a crise de 2008, passaram a ter dificuldades em se manter financeiramente, a BM&FBovespa passou a distinguir as chamadas corretoras plenas, para as quais se aplicariam todas as exigências técnicas de armazenamento de dados e reservas monetárias, e as corretoras participantes de negociação, que continuariam realizando o atendimento ao cliente, captando investimentos e oferecendo serviços específicos, mas recorreriam às corretoras plenas para

serviços mais complexos, como a liquidação e o acesso ao ambiente de bolsa, prescindindo, portanto, de uma grande exigência infraestrutural (POZZEBOM, 2014).

Soma-se às corretoras a atuação dos chamados agentes autônomos de investimento (AAI). Já presentes há algum tempo no mercado de capitais e regulamentados pela Instrução CVM nº 497 de 2011, os agentes autônomos são entidades que assumem a intermediação das sociedades corretoras com investidores. De maneira geral, são pessoas físicas ou jurídicas com experiência de atuação no mercado de capitais e que se credenciam junto à CVM, podendo cadastrar-se como contratadas por uma ou mais sociedades corretoras, e a elas é permitido o relacionamento com clientes, embora a operação em bolsa seja toda realizada pela corretora contratante, ficando o agente autônomo encarregado da indicação, apoio e, por vezes, aconselhamento dos investimentos. Fortalecido em 2011, no decorrer de uma expansão do número de pessoas físicas na BM&FBovespa, esse formato de atuação permite às sociedades corretoras aumentar seu alcance sem que seja necessária a instalação de novas filiais, criando uma rede de agentes responsáveis pela captação de clientes. Assim, as sedes de corretoras podem se concentrar cada vez mais próximas às praças financeiras importantes, aglomerando-se especialmente em São Paulo e, como já dito, também no Rio de Janeiro, mas podendo captar investimentos de todo o território brasileiro. Vemos na formação dessa rede de atuação um processo de capilarização bursátil que, após a realocização das instituições do mercado de capitais na cidade de São Paulo, permite uma nova expansão da reunião de capitais pelo território, em busca de novos investidores, em especial de pessoas físicas. Os mapas 5 e 6 permitem ilustrar a contraposição entre a localização extremamente concentrada das sociedades corretoras e a possibilidade de expansão por meio dos agentes autônomos de investimento:

Mapa 6. Brasil: Sedes de sociedades corretoras de valores mobiliários (2015)

Elaboração própria com dados obtidos da BM&FBovespa (2015a).

O mapa 5 permite visualizar uma enorme concentração em São Paulo, com 65% das corretoras sediadas nessa capital e 21% no Rio de Janeiro, restando apenas 14% fora dessas duas cidades. Além disso, observamos apenas 2 sedes de corretoras fora do eixo Sul-Sudeste, a chamada “Região Concentrada” (SANTOS; SILVEIRA, [2001] 2006). Essa região, de fato, concentra grande parte do aparato financeiro do período atual e, com a progressiva instalação do meio técnico-científico-informacional, tornou-se concentradora de serviços avançados exigentes da transmissão de grandes fluxos de informação.

Mapa 7. Brasil: Sedes de Agentes Autônomos de Investimento — Pessoa Jurídica
(2015)

Elaboração própria com dados obtidos da CVM (2015).

O mapa de agentes autônomos¹⁰⁰, em contraposição ao mapa das corretoras, permite ver uma maior dispersão dos agentes relacionados ao mercado de capitais. Ainda que os agentes de investimento continuem extremamente concentrados em São Paulo e no Rio de Janeiro, com 722 agentes só na capital paulista, observamos ao menos a existência de diversos agentes em estados mais distantes dos centros de decisões, chegando inclusive aos estados do norte brasileiro, com a única exceção do Amapá e atendendo

¹⁰⁰ O mapa contempla apenas agentes autônomos de investimento na forma de pessoa jurídica, visto que há disponibilidade de dados de localização na Comissão de Valores Mobiliários apenas para essa modalidade, e não para a forma pessoa física.

principalmente as capitais desses estados. A rede de captação das corretoras de valores, através desses agentes, pode aumentar consideravelmente, permitindo a proximidade com investidores em maiores porções do território embora toda a estrutura do mercado de capitais ainda permaneça em São Paulo e Rio de Janeiro.

Os agentes autônomos de investimento passaram, em 2012, a ser regulados pela Associação Nacional de Corretoras e Distribuidoras de Valores (ANCORD), que passou a intermediar o controle antes exercido diretamente pela CVM. A maior utilização desses agentes seria benéfica, conforme um comunicado da associação, pois “as corretoras caíram numa armadilha nos últimos anos, concentrando suas atividades apenas no mercado de ações, em grandes clientes e nos grandes centros” (ANCORD, 2012), o que prejudicou sua rentabilidade. O credenciamento dos AAIs passou a ser renovável a cada 3 anos, contando com um programa para educação continuada dos agentes, incentivando assim seu preparo e sua atualização profissional para participarem na reunião de novos capitais para a bolsa de valores complementarmente à atuação dos escritórios das corretoras.

Observamos nessa dinâmica uma contradição entre a centralização institucional dos serviços avançados ligados ao mercado de capitais. Por um lado, a proximidade dos grandes centros de negócios é essencial para que as corretoras desenvolvam suas relações de proximidade física com clientes, mas também com a bolsa de valores e os demais serviços financeiros avançados. Os grandes centros de negócios de São Paulo são, sem dúvida, lugares onde as mais relevantes decisões de realocação de capital do país são tomadas e, portanto, grandes atrativos para as atividades de intermédio bursátil. A extensão do território nacional, no entanto, possui capitais dispersos e passíveis de atração para a bolsa de valores, tanto por estarem ociosos quanto por estarem investidos em outros tipos de atividade, seja ela produtiva ou financeira. A ampliação da área de atuação é, portanto, de interesse das sociedades corretoras, uma vez que fornece uma base importante de clientes e de novos capitais a serem redirecionados, a partir dos quais podem obter, através das taxas cobradas, maiores retornos.

A proximidade física dos investidores é importante para atração dos capitais distantes da metrópole paulistana, tanto mais quanto menor forem o conhecimento e a difusão das atividades de investimento entre os empresários e investidores individuais locais. Tomamos de Hägerstrand ([1953] 1967) a noção de que a aceitação de inovações técnicas está diretamente ligada aos grandes centros urbanos devido às maiores possibilidades de informar-se e comunicar-se. Em regiões onde grandes centros de

negócios não compõem a paisagem urbana com tanta visibilidade quanto São Paulo e onde não há tantos investidores com capitais disponíveis, os agentes de mercado buscam direcionar sua publicidade. Pelo lado da própria bolsa, temos, como já mencionamos, iniciativas de divulgação e educação financeira que tentam dispersar-se pelo território. Já pelo lado dos agentes de mercado, tão concentrados, isso coloca-se como questão de peso para a expansão dos negócios.

Os agentes autônomos de investimento são vistos pelas instituições de mercado como uma possibilidade de chegar a pequenos investidores que tenham menor conhecimento aprofundado de mercado e que exijam um acompanhamento profissional mais constante e mais direto do que os serviços de uma corretora. Com o direcionamento, por parte de muitas das corretoras, do atendimento para grandes empresas e grandes investidores, o mercado de pessoas físicas demanda maior atenção, que pode se dar na forma de tais agentes. Origina-se, assim, uma divisão do trabalho entre corretoras e AAIs no território.

Para examinar a extensão da atuação das corretoras¹⁰¹ no território, diferenciamos, a princípio, dois tipos diferentes: a corretora bancária e a não-bancária. As corretoras bancárias, que representam em média 1/3 das corretoras em atividade, subdividem-se entre aquelas pertencentes a bancos comerciais ou múltiplos e aquelas que pertencem a bancos exclusivamente de investimento. Essa subdivisão é importante porque, enquanto a extensão geográfica de atuação das primeiras tem relações com a rede de agências bancárias, as últimas tendem a localizar-se exclusivamente nos grandes centros de negócios. Finalmente, as corretoras não-bancárias são escritórios em geral dedicados exclusivamente às modalidades de atuação no mercado de capitais. A extensão geográfica de sua atuação depende da quantidade de escritórios dispersos pelo território.

Uma vez que as negociações financeiras podem ser, atualmente, realizadas facilmente por meio da *internet*, a extensão da rede de investidores e agentes de mercado corresponde potencialmente à extensão da infraestrutura de acesso à internet no território.

¹⁰¹ Optamos pela análise das corretoras como agente de distribuição do mercado de capitais pelo território por seu papel como intermediário principal do mercado de capitais. Essa categoria de agente faz a conexão entre os múltiplos tipos de investidores e as várias modalidades de aplicação de capital existentes. No entanto, outros agentes como os distribuidores de valores, que atuam principalmente no mercado primário, ou mesmo corretoras de câmbio, gestores e administradores de fundos e outros agentes também compõem esse corpo intermediário entre os títulos e instrumentos financeiros e as poupanças.

Nesse sentido, podemos dizer que a expansão destas redes de infraestrutura de *internet* é relevante enquanto forma de expansão da rede de investidores e agentes ligados à bolsa de valores. Os projetos estatais de implantação de redes de acesso à *internet* de alta velocidade, na figura das redes de fibra óptica, por exemplo, atende a essa necessidade de equipar o território tanto como meio de acesso à informação como quanto meio de aumentar e facilitar a circulação de capitais. Conforme discutido por Steda (2012), a implantação de macrossistemas técnicos que colaboram para a integração eletrônica do território — como é o caso do Plano Nacional de Banda Larga, proposto pelo Governo Federal brasileiro em 2009 — viabiliza também maiores possibilidades de integração financeira do território aos espaços da globalização.

Como ressaltamos, entretanto, a importância do contato face-a-face e das iniciativas de divulgação impulsiona os escritórios de corretoras a contratarem agentes associados para conectá-las a clientes dispersos pelo território. Os escritórios de agentes autônomos, sejam eles pessoas físicas ou jurídicas, entram nessa dinâmica enquanto fixos geográficos que permitem às empresas de corretagem ampliar sua rede de captação de investimentos no território sem ter de recorrer à instalação de novos escritórios. As corretoras, portanto, tornam-se centros de referência, assumindo funções como o acesso às negociações e a divulgação de informações.

Assim, a extensão dessa rede de relações diretas entre agentes de mercado e os investidores no território, ou seja, a rede que envolve a proximidade física dos representantes bursáteis com as poupanças disponíveis, corresponde a uma soma entre as redes bancárias das empresas que possuem agentes registrados para atuação na bolsa e as redes de corretoras, que envolvem as corretoras plenas, as corretoras subordinadas a elas¹⁰², e os agentes autônomos de investimento. Concluimos, portanto, que as sedes das instituições bancárias e não-bancárias que se dedicam à corretagem e a outras atividades de mercado se localizam principalmente na metrópole de São Paulo, conferindo a esse

¹⁰² A nomenclatura que diferencia as corretoras é bastante mutável através do tempo, não se tratando de uma classificação oficial explícita, conforme observado anteriormente. O termo “corretora plena” é comumente utilizado para aquelas corretoras que têm toda a infraestrutura de atuação. Já o termo “subordinada” foi adotado em razão da recorrência desses agentes a outras corretoras maiores para realização de parte substancial de seus serviços.

centro a função de controle, muito embora a rede de atuação se encontre ampliada por todo o território, sempre em busca de novas formas de atração de capitais.

Conforme Silva (2001, p. 122), São Paulo assumiu o domínio do mercado acionário a partir dos anos 1980, quando o Rio de Janeiro perdeu força como lugar preferencial para a localização das sedes de grandes empresas. A função de gestão federal ocupada pela capital carioca ia a cada dia perdendo dinamismo como fator de aglomeração das atividades e serviços financeiros, enquanto o poderio econômico de São Paulo atraía a localização de empresas financeiras e não-financeiras de grande porte. São Paulo passa a se apresentar, então, como o principal centro financeiro do país, concentrando, juntamente à atividade financeira, grande parte das sedes de empresas do país, bem como os principais escritórios nacionais de diversas empresas transnacionais, em especial aquelas relacionadas a atividades intensivas em finanças e informação.

Vale ressaltar que, nesse contexto, a informação pode ser considerada como uma matéria-prima para o funcionamento do mercado financeiro e, portanto, a densidade informacional de um lugar configura-o como preferencial aos agentes do mercado financeiro. Silva (*op. cit.*, p. 103) atribui o que chama de “contemporaneidade de São Paulo” justamente à prevalência do chamado *setor quaternário*, que dá a essa metrópole um destaque pelos conteúdos informacionais que é capaz de mobilizar e o “caráter de onipresença no território nacional” (SILVA, *op. cit.*, p. 103). Para a autora, a informação é a grande novidade dessa metrópole para que ganhe seu destaque econômico sobre as demais.

O setor quaternário foi relacionado por Marc Porat (1977) a determinadas atividades de serviços avançados na cidade, com base na divisão tripartite da economia elaborada inicialmente por Colin Clark (entre agricultura, indústria e serviços). O autor considera que a importância e a particularidade daquelas atividades que envolvem a manipulação de fluxos informacionais é tamanha que deve ser considerada uma categoria própria a ser analisada. O setor quaternário

caracteriza-se pela ação de conceber, criar, interpretar, organizar, dirigir, controlar e transmitir, com a colaboração do meio científico e técnico, conferindo a esses atos um valor econômico. Sua atividade dominante é a criação (TOMELIN, 1988, p. 37).

O geógrafo Rochefort (1998) também menciona a importância do que chama de terciário superior, atividades de caráter altamente complexo, ligadas à concepção e deliberação, e que encontram na metrópole seu principal local de reprodução. Afinal, como já lembramos com Hägerstrand ([1953] 1967), a grande cidade é aquele local onde há maior quantidade de contatos interpessoais, através dos quais se disseminam as informações com a confiança suficiente para que sejam mais aceitas as inovações, e com elas, as novas características do período. Não é à toa, desse modo, que o que estamos aqui chamando de setor quaternário encontra na metrópole sua melhor expressão, onde, em meio à imensidão de atividades econômicas diárias, de fluxos de trabalhadores que manipulam a informação em seu cotidiano, pode se desenvolver, transformando esses trabalhadores em retransmissores de informação.

São Paulo ganha, a partir de seus conteúdos informacionais e de seu setor quaternário bastante desenvolvido, posição de destaque na rede urbana brasileira, uma vez que “desenha-se, nesse contexto, uma rede urbana estruturada a partir de fluxos de informações e, paralelamente, recria-se a dialética entre concentração e dispersão no território nacional” (SILVA, 2001, p. 35). Uma unificação do mercado de capitais se dá com esse duplo sentido: por um lado, ela é acompanhada de extrema concentração e centralização; e, por outro, leva também à “dissolução no território brasileiro da nova temporalidade ligada às redes financeiras globais” (SILVA, *op. cit.*, p. 123).

Silveira (2011, p. 5) considera que “cada período produz suas forças de aglomeração e dispersão, resultado da utilização combinada de condições técnicas e políticas, que não podem ser confundidas com as de momentos pretéritos e que redefinem os limites”. Para a autora, o território constitui, através dos lugares, um quadro da vida social onde tudo é interdependente, e isso está sempre a se renovar, atribuindo um caráter tenso a sua existência dinâmica. Sendo, assim, um conjunto sincrônico de divisões do trabalho, com “hegemonia daquela fundada na técnica e na organização de mais alto desempenho”. No período atual, é a difusão de um sistema técnico comandado pelas técnicas informacionais que cria uma concentração e uma dispersão combinadas, e dão-se no território e na sociedade “bruscas mudanças de papéis, que são ao mesmo tempo mudanças de lugares”.

Enquanto a estrutura de serviços em torno da bolsa concentra-se, seguindo a tendência de centralização das instituições financeiras, as empresas que se utilizam do mercado de capitais também seguem essa tendência. Assim, a concentração de sedes de

empresas abertas parece ter aumentado sobremaneira em São Paulo nas últimas décadas, acompanhando o processo de crescimento econômico da metrópole. O mapa a seguir registra a concentração atual das sedes de empresas abertas listadas em bolsa no Brasil.

Mapa 7. Brasil: Sedes de empresas listadas na BM&FBovespa por município (outubro de 2014)

Fonte: BM&FBovespa (2015a). Elaboração própria.

Como é possível observar, a grande concentração de sedes empresariais (*headquarters*) de companhias abertas e listadas em bolsa se dá na cidade de São Paulo, com papel secundário do Rio de Janeiro. Notam-se também algumas aglomerações em Belo Horizonte, em Porto Alegre e no litoral de Santa Catarina, além de pequenas concentrações nas capitais estaduais. São Paulo, no entanto, tem papel primaz no abrigo das sedes empresariais.

O geógrafo Dariusz Wójcik (2009a) indica a existência de uma tendência das empresas pertencentes a centros financeiros abrirem capital. Para ele, os principais fatores ligados a esta tendência são: (i) aumento da importância do conhecimento tácito e dos contatos face-a-face; (ii) maior necessidade de acesso ao mercado de trabalho especializado; (iii) melhor governança corporativa; (iv) entrincheiramento gerencial (maior ambiente social para gerentes); (v) fatores institucionais (mercado mais liberal). São, dessa forma, fatores que indicam uma facilidade maior de serviços financeiros que são exigidos de uma empresa que passa por um processo de intensificação de suas atividades relacionadas às finanças, exigindo assessoria contábil, jurídica, serviços de tecnologia de informação (TI), processamento de dados, entre outros. O autor ainda aponta que a atratividade dos centros financeiros está relacionada com os seguintes fatores: (i) a proximidade social e cultural dos ofertantes e intermediários com o centro financeiro; (ii) o nível geral de desenvolvimento do mercado de ações (quanto mais transitório, maior a tendência); e (iii) com a governança corporativa (pois o regionalismo favorece a concentração de propriedade).

Dada centralização das instituições relacionadas ao mercado de capitais brasileiro na metrópole paulista, agrava-se a concentração dos capitais provenientes do investimento nessa cidade e, assim, favorece empresas cujas sedes nela se localizem. Próximas a serviços avançados e ao acesso ao mercado de capitais, as empresas podem manter uma série de procedimentos e atender às regulamentações estando em constante contato com funcionários da bolsa e das maiores corretoras, distribuidoras de valores e bancos de investimento. A cidade de São Paulo aglomera, assim, a função da gestão empresarial, na medida em que as grandes empresas buscam localizar nela suas sedes e suas principais decisões de investimento, de abertura de capitais e de emissões de títulos.

Correa (1989) fala na existência de “centros de gestão do território”, dos quais partem comandos que regem as principais companhias e, assim, gerencia-se a economia, as finanças e o território. Ao estudar os centros de gestão bancária, aponta mecanismos pelos quais ocorre esse controle: (i) captura das poupanças através dos depósitos; (ii) empréstimos e respectivos juros que os bancos realizam; (iii) investimentos diretos e participação acionária em empresas; (iv) desconto e cobrança vinculados às operações comerciais e serviços diversos. Por esses meios, bancos exercem “um controle simultaneamente econômico e territorial” (CORREA, *op. cit.*, p. 18). É através da

atividade financeira que se viabilizaria também, a divisão territorial do trabalho e a integração espacial de distintas unidades e áreas.

Ainda segundo Correa (*op. cit.*, p. 17), “o centro de decisão da atividade financeira exerce um papel de controle, maior ou menor, sobre as atividades econômicas das cidades subordinadas e de suas respectivas áreas de influência”. Na sociedade capitalista atual, a gestão do território derivaria, em grande parte, dos interesses das grandes corporações multinacionais e multilocalizadas. Para o autor,

O processo de criação, apropriação e circulação do valor, fundamental, mas não exclusivo, para a organização do espaço capitalista, passa necessariamente pela atividade financeira, cuja magnitude, tanto em termos monetários como espaciais, é uma medida do grau de desenvolvimento das atividades capitalistas.
(CORREA, *idem*)

Consideramos como centros de gestão atuais do território brasileiro as cidades de São Paulo, Rio de Janeiro e Brasília. Se São Paulo resguarda as principais sedes de empresas privadas e os principais serviços corporativos especializados, Rio de Janeiro ainda preserva parte de suas funções pretéritas de comando, enquanto Brasília representa o comando político, abrigando sedes de importantes empresas públicas e as principais instituições regulatórias. Essa lógica se aplica ao controle do mercado de capitais, com a concentração primária em São Paulo, secundária no Rio de Janeiro, e com Brasília atuando no comando político, especialmente por meio do Ministério da Fazenda e do Banco Central. Silva (2001, p. 66) aponta para uma *divisão metropolitana do trabalho*, na qual São Paulo sedia a maior parcela das instituições financeiras nacionais e estrangeiras, enquanto Brasília, pelas sedes do sistema financeiro estatal, elabora a regulação financeira nacional, e o Rio de Janeiro, sediando instituições como o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), complementa as funções de regulação dos sistemas de ações na esfera financeira.

O Rio de Janeiro, herdeiro de um passado de comando e ultrapassado por São Paulo, é citado por Porteous (1999) ao analisar o processo de mudança espacial na dominância financeira que ocorre entre centros de uma nação. O autor nota que “choques políticos idiossincráticos podem também ter um papel no modelamento do mapa das vantagens informacionais ao longo do tempo” (PORTEOUS, *op. cit.*, p. 108). Se o destaque de São Paulo é inegável, o abandono da cidade do Rio de Janeiro por parte das

instituições financeiras não é total e é, no mínimo, uma polêmica — agentes da cidade, sejam políticos ou econômicos, frequentemente se manifestam pela recuperação do papel anterior. Tanto é que as iniciativas para implantação de uma nova bolsa de valores no Brasil, como já trabalhado, utilizam desse discurso de reavivamento do mercado de capitais na capital carioca (PINHEIRO, 2013; ATG, 2014).

Segundo Cordeiro (1992), ao mesmo tempo em que se desenvolveu no país uma desconcentração no sistema produtivo, fortaleceu-se a concentração do sistema de decisão em poucos pontos do território. Assim, após o fim da década de 1960, constata-se uma concentração polar tripartite no controle do território entre as Regiões Metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro e Brasília, com a liderança da primeira na rede urbana brasileira. É assim que “a RMSP também é o mais importante ponto de controle do espaço brasileiro (...) [e] vem ocorrendo uma evidente fuga das sedes de tomada de decisão de empresas de outras cidades e metrópoles brasileiras para São Paulo” (CORDEIRO, *op. cit.*, p. 6).

Milton Santos ([1994] 2009b) dizia, em 1994, que a tradição financeira da praça do Rio de Janeiro de certo modo ainda se mantinha, principalmente pela importância do patrimônio líquido dos bancos de desenvolvimento (com destaque para o BNDES). Porém, São Paulo mantinha sua prioridade em diversas outras faces do universo financeiro. Brasília, por sua vez, registrava avanços em relação a bancos comerciais e caixas econômicas, com a expansão de instituições como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal — transferidas do Rio de Janeiro — além do reforço da presença de sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo. O Rio de Janeiro perdia, assim, parcela considerável de sua importância como centro financeiro,

em parte pela transferência da capital federal para Brasília, em parte pela irresistível ascensão de São Paulo, graças à sua posição primacial numa economia de mercado que encontra nessa metrópole as condições e os meios para um desenvolvimento espetacular. (SANTOS, [1994] 2009b, p. 27-28)

O Rio de Janeiro, afinal, fora

larga e longamente beneficiado pela sua função política. Capital do país durante quase dois séculos, pôde tornar-se uma metrópole política e econômica. Mas o desenvolvimento industrial de São Paulo fez nascer uma nova metrópole econômica para o Brasil, uma metrópole de outra natureza (SANTOS; SILVEIRA, [2001] 2006, p. 44).

Na visão de Correa (1989), São Paulo desempenha duplo papel na gestão do território nacional: de um lado, é centro efetivo de gestão; do outro lado, um centro intermediário de gestão internacional. Segundo ele, “o papel proeminente de São Paulo na gestão do setor financeiro apareceu, em realidade, no bojo do processo econômico que a erigiu na grande metrópole nacional”. A ascensão de São Paulo como centro de gestão da atividade bancária, segundo o autor, processou-se por três modos que não se excluem: (i) incorporação de bancos menores e/ou malsucedidos; (ii) criação de novas agências; (iii) realocização da sede de uma dada cidade para São Paulo. De maneira geral, observamos que a centralização da gestão financeira nessa cidade se dá, sobretudo, por meio desses mecanismos. A incorporação de empresas de outros lugares do território, somada com a criação crescente de empresas de atividade financeira e a realocização de algumas sedes para a cidade de São Paulo colaboram para reforçar seu papel na gestão do território nacional.

Os centros de gestão identificados acima são também corroborados por IBGE (2008) que, em seu estudo das Regiões de Influência das Cidades (REGIC), identifica São Paulo como “Grande Metrópole Nacional”, ao passo que Rio de Janeiro e Brasília são classificadas como “Metrópoles Nacionais”. Enquanto a gestão federal é exercida por Brasília, a gestão empresarial ficaria a cargo de São Paulo, que possui intensas ligações com Porto Alegre, Curitiba, Rio de Janeiro, Brasília, Goiânia, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém e Manaus. O mesmo estudo aponta, além disso, São Paulo como maior centralidade para atividades financeiras (nível 1), seguido por Brasília e Rio de Janeiro (nível 2) e por Porto Alegre, Curitiba, Belo Horizonte, Campinas, Salvador, Recife e Fortaleza (nível 3).

Segundo Santos ([1994] 2009b, p. 44), o fato de São Paulo ter se tornado metrópole internacional, ampliando sua escala de operações, fortalece sua posição diante das outras metrópoles brasileiras, e sua força tenderá a aumentar à proporção que uma concepção neoliberal de Estado amplie sua presença na vida nacional. O autor também considera que, embora o Estado nacional tenha os meios para influenciar comportamentos na escala do país como um todo, a economia de mercado torna-se regra da vida, e assim garante-se ao mercado papel privilegiado, reduzindo-se a contradição entre o público e o mercantil.

A compreensão da formação socioespacial brasileira (SANTOS, 1977) permite, dessa forma, examinar como o mercado de capitais se configura atualmente de maneira

específica no território, concentrada em uma grande metrópole, São Paulo, com esparsa concorrência do Rio de Janeiro. Ao mesmo tempo, os instrumentos financeiros do território, notadamente aqueles que demandam grande investimento técnico ou maior internacionalização, localizam-se sobretudo no que Santos e Silveira ([2001] 2006) chamam de *Região Concentrada*. Assim, as Regiões Norte, Nordeste e Centro-oeste do país padecem de um esvaziamento institucional no setor financeiro, tendo de acessar remotamente diversas funções desse setor.

Conforme Santos e Silveira (*op. cit.*, p. 140), “como em todos os períodos, o novo não é completamente difundido no território”. Dessa maneira, frente aos novos fluxos informacionais e financeiros que resultam na conformação de um mercado financeiro mundializado, forma-se a referida Região Concentrada no território, contraposta a uma extensa área de apenas manchas e pontos do meio técnico-científico-informacional, “mais ou menos superposto a outras divisões territoriais do trabalho nas metrópoles, capitais estaduais, capitais regionais, regiões agrícolas e industriais modernas”. A concentração financeira em torno da metrópole paulistana, colabora assim com a aglomeração de objetos técnicos nessa região. E, para finalizar, Santos e Silveira ([2001] 2006, p. 141) fazem referência a um movimento de “sístole e diástole ao mesmo tempo” ao falar do alcance das metrópoles no território brasileiro. Afinal, há uma tendência à dissolução da metrópole no território, à sua presença simultânea e instantânea em todos os lugares do país, e, por outro lado, ao reforço de sua capacidade de comando, sobretudo com relação à informação e ao sistema bancário.

3.2.2. Centro de comando do território brasileiro

Silva (2001, p. 34, 179) visualiza a existência de três momentos ou fases da mundialização de São Paulo. Entre 1850 e 1945, uma economia cafeeira em expansão, aliada ao desenvolvimento do comércio, desenvolviam um forte sistema bancário. Entre 1945 e 1985, é a grande indústria que absorve o capital cafeeiro para criar em São Paulo uma concentração econômica crescente, levando a uma tendência iminente à localização das sedes empresariais na metrópole. Finalmente, é após 1985 que a autora enxerga a informação como preponderante na vida da cidade, com o despontamento do mercado de capitais sendo expressão dessa concentração econômica.

Como já esclarecemos em nossa análise sobre a ascensão de São Paulo como principal praça financeira do país, esse processo histórico partiu de uma concentração econômica e vem se aprofundando através da atratividade dos serviços avançados que se instalaram nessa metrópole sobre os fluxos financeiros. Esta atratividade, por sua vez, definiu uma imposição do território que determinou a centralização do comando sobre grande parte das transações financeiras, em especial aquelas internacionais, no centro financeiro representado pela metrópole paulista.

Vista pela óptica das redes internacionais de negociações e de organização empresarial, São Paulo figura, cada vez mais, como uma cidade extremamente interligada, orientada por fluxos internacionais, adotando rapidamente padrões e normas delineadas pela economia mundial. Esse desenho de São Paulo como metrópole internacional induziu a crescente inclusão dessa cidade em estudos sobre as redes mundiais. Peter Hall (1966), em sua análise pioneira sobre as *world cities*, incluiu São Paulo como décima sétima cidade mundial, em função de seu caráter de forte internacionalização que, incluímos, manifesta-se sobretudo nas centralidades financeiras observadas nessa cidade, principalmente nas áreas do Centro, da Avenida Paulista e das Avenidas Brigadeiro Faria Lima e Eng. Luis Carlos Berrini.

A hipótese das cidades mundiais (*world cities*) ganhou bastante popularidade, sobretudo na geografia econômica anglo-saxônica. John Friedmann (1986) ao abordar essa hipótese, considera que ela busca tratar da “organização espacial da nova divisão internacional do trabalho” e, portanto, está ligada às relações contraditórias entre a produção na era do gerenciamento global e a determinação política dos interesses territoriais. Para ele, o estudo dessas cidades mundiais nos ajudaria a entender o que acontece nesses centros da economia global e os conflitos políticos que nelas ocorrem. O autor atribui o crescimento dessas cidades mundiais a um pequeno número de setores que se expandem rapidamente: sedes corporativas, finanças internacionais, transporte e comunicações globais e serviços de negócios de alto nível (publicidade, contabilidade, serviços legais e de seguridade). Assim, atribui como “função ancilar das cidades mundiais” a “penetração e controle ideológico”. Shachar (1983, p. 75), seguindo a mesma ideia, definiu essas cidades globais como “regiões urbanizadas em grande escala, os centros de controle e acumulação de capital a nível internacional”. Conforme Hall (2004, p. 71), o inventário de cidades globais realizado pelo grupo de pesquisas *Global and World Cities* (GaWC) de *Loughborough* averiguou alguns níveis de formação de cidades globais, quais

sejam: cidades mundiais *alpha*, *beta*, *gamma* e cidades com evidência de mundialização. São Paulo se posicionaria como cidade *beta* nessa classificação, sendo assim um centro de segundo nível, ao lado de outras como Cidade do México, Moscou, Seul, Sydney e Bruxelas. O Rio de Janeiro também apareceria na classificação, mas como cidade com “evidência relativamente forte” de formação de cidade global, ao lado de cidades como Dublin, Helsinki, Nova Delhi e Viena. Tal classificação é de caráter deliberadamente quantitativo e busca uma sistematização e definição dessa rede de cidades mundiais, embora “abra” mais questões do que “feche”. Baseiam-se amplamente nos estudos de Sassen (1991), tratando as cidades mundiais como locais de “produção pós-industrial”, onde “inovações nos serviços e nas finanças corporativas foram integrais para a recente reestruturação da economia global” (HALL, 2004, p. 70), tomando como elemento transformador da divisão do trabalho as empresas produtoras de serviços.

Conectamos aqui a ideia dessa economia de serviços avançados à prevalência de variáveis-chave do período — a informação e as finanças — nas grandes metrópoles, atribuindo a elas papéis de comando e gestão do território. O fortalecimento dessas metrópoles altamente internacionalizadas é bastante eficaz e Cordeiro (1980) chega a falar em hipertrofia das novas variáveis ao ilustrar o papel de comando assumido por São Paulo. Tal metrópole torna-se esse lugar privilegiado, que entra em sua terceira fase de mundialização, como dissemos, com a concentração das variáveis mais novas, principalmente aquelas atreladas ao “complexo (globalizado) produtor de informações” (SILVA, 2001, p. 34).

Contrariamos, dessa forma, a ideia muito proliferada de que as técnicas da informação permitiriam extinguir a importância dos lugares e levariam inevitavelmente a uma maior dispersão, homogeneização ou mesmo horizontalização dos fluxos. Cordeiro (1980, p. 12) aponta que com o avanço dessas técnicas de manipulação da informação, tornou-se possível operar centros de decisão, e daí ampliar ainda mais as possibilidades de concentração do poder econômico. E, conforme Silva (2001, p. 101),

(...) se as novas técnicas tudo prometem descentralizar, o que constatamos na virada do século XX para o XXI é a aceleração da concentração econômica e geográfica que persiste como processo essencial à reprodução do capitalismo. A geografia contemporânea indica a existência de poucas centralidades no comando dos processos globais. Hoje, apenas seletas cidades são responsáveis,

através das firmas de informação, pela redução dos atritos territoriais, dos riscos econômicos (...).

A concentração permanece nas metrópoles. Cordeiro (1992, p. 10) indica que apesar de todos esses avanços das técnicas da informação e da comunicação, os momentos de “tomada de decisão”, troca de ideias de pesquisa de vanguarda e assuntos confidenciais de negócios ainda são realizados no contato face a face. Afinal, como a autora levanta, metrópoles fornecem: (i) acesso aos serviços corporativos, de serviços especializados a amenidades urbanas; (ii) facilidade de contatos interorganizacionais; (iii) maior fluxo de informações especializadas; e (iv) minimização dos custos operacionais.

A ideia de São Paulo como uma cidade global é, no entanto, excessivamente simplificadora. Se, por um lado, São Paulo se torna um ponto-chave na rede de negociações internacionais, o circuito que gira em torno dessas transações estrangeiras, como já mencionado, ocorre dentro de um espaço restrito na cidade. Cordeiro (*op. cit.*, p. 23), ao estudar a formação do chamado centro corporativo de São Paulo, nota o surgimento dos centros Avenida Paulista nos anos 1970 e Avenida Berrini nos anos 1980, numa extensão virtual da Avenida Faria Lima. Ressalta a expressiva centralidade das sedes de decisão do setor financeiro diante da relativa dispersão dos escritórios centrais de outros setores da economia. Empresas de capital transnacional buscam localizar seus centros de decisão nas áreas mais nobres do Centro Metropolitano, uma tendência expressiva sobretudo naquelas empresas que mais se utilizam de serviços financeiros e informacionais avançados.

Concordamos, portanto, com Silva (2001, p. 174) quando questiona o uso indiferenciado da terminologia “cidade global”. Para a autora, a maioria dos trabalhos sobre metrópoles globais realiza discussões partindo da função dessas metrópoles, “o que nos impede de absolutizá-la, considerando as diversidades históricas das formações socioespaciais envolvidas nesta problemática”. Para compreender o que uma cidade como São Paulo é hoje, seria preciso considerar que a metrópole é uma totalidade, simultaneamente local, nacional e global. Uma homogeneização das metrópoles sob o rótulo de cidades globais oculta, de fato, uma série de dinâmicas, segundo as quais uma rede mundial de cidades se estrutura de acordo com hierarquias relativas a transferências entre atividades periféricas e centrais. Essa característica se coloca em relação à divisão do trabalho, mas oculta os conflitos por trás do economicismo do termo, envolvendo todas

as contradições que uma grande metrópole pode abrigar, como seus bolsões de pobreza, suas enormes desigualdades socioespaciais e a relação entre seus circuitos da economia.

Kowarick e Campanario (1986) lançam vistas à mesma observação, estudando o preço do *status* de cidade global de São Paulo e a contradição entre o “sucesso” de ser uma cidade global e o preço humano a ser assumido por seus habitantes. Como mostra outro estudioso do tema, tratam-se de “conflitos de pessoas aprisionadas entre a imobilidade territorial relativa e a mobilidade do capital internacional” (FRIEDMANN, 1986, p. 80). Fix (2007) registra muito bem a contradição existente entre uma cidade que se coloca como global, edificando uma centralidade financeira em meio a uma série de contradições sociais e desigualdades econômicas. A autora demonstra a construção dessa “face global” da cidade de São Paulo, que se dá sobretudo através de uma imbricação entre o capital imobiliário e o capital financeiro, utilizando-se de parcerias com o poder público para a preparação dessas paisagens globais, repletas de torres de escritórios e *shopping centers*.

O mapa 9 permite uma observação da localização de alguns elementos do mercado de capitais na cidade de São Paulo, apontando a concentração dessas empresas em alguns pontos da cidade. É possível ver que praticamente todas as corretoras de valores se localizam próximas às Avenidas Paulista e Faria Lima. Os agentes autônomos de investimento, embora também aglomerados em torno dessas avenidas, possibilitam uma capilaridade maior de ação a essas corretoras, inclusive em zonas de menor poder econômico, as zonas Leste e Norte do município. No entanto, grande parte dos agentes se concentra no chamado quadrante sudoeste da cidade, já referido por Silva (2001). Os três sucessivos centros de negócios concentram grande parte das empresas relacionadas ao mercado de capitais. A BM&FBovespa, buscando colocar-se como instituição tradicional e remetendo a sua história centenária, como será abordado mais a frente, posiciona-se no centro antigo de São Paulo. Já as demais empresas se distribuem ou ao longo da Avenida Paulista, ou na área das Avenidas Luis Carlos Berrini, Faria Lima e Nações Unidas.

Alves (2015, p. 273), estudando os bancos de investimento, também constata a configuração de um Complexo Corporativo na metrópole paulistana “em dois núcleos principais, mais densos, a partir da localização das sedes dos bancos (...): o ‘Centro Principal’ e o ‘Centro Paulista’”, que se formam já nos anos 1970, com uma tendência à transferência da centralidade dos negócios para o setor sudoeste, representado pelo “Centro Berrini/Faria Lima”. Segundo o autor, em 2013, das 17 instituições bancárias de investimento existentes no país, 10 tinham sede em São Paulo, 8 delas nas Avenidas

Berrini e Faria Lima. Pontua ainda que a totalidade dessas instituições que possuem controle estrangeiro se situa nesse novo centro de negócios. É com isso que argumenta que “os espaços da racionalidade, luminosos, concentradores de agentes hegemônicos do setor quaternário da economia e criadores de solidariedades organizacionais, verticalidades e acontecimentos hierárquicos, apresentam um incremento de sua seletividade na rede urbana nacional entre os anos de 1966 e 2013” (ALVES, *op. cit.*, p. 275).

Mapa 9. São Paulo: localização da BM&FBovespa, das corretoras de valores e dos agentes de investimento institucionais (2015)

Elaboração própria com base em dados da BM&FBovespa e da CVM (2015).

Acrescentamos uma observação sobre as tendências de realocação de atividades empresariais de controle em relação às metrópoles, com um progressivo afastamento de alguns setores informacionais das companhias, na figura dos Centros de Processamento de Dados (CPDs), para áreas urbanas mais periféricas, ainda que essa transferência tenda a se dar para lugares de maior renda. A BM&FBovespa encaixa-se nesse processo, dando início, a partir de 2014, a transferência de grande parte de sua infraestrutura de dados para

a cidade paulista de Santana de Parnaíba, que faz divisa com o município de São Paulo. Cria-se um novo centro com intenção de fundar uma grande instalação física para abrigar servidores de tecnologia avançada, com fortes sistemas de segurança, considerando que cada vez mais a bolsa é chamada a processar grandes volumes sigilosos de dados, a exemplo das citadas transferências de alta frequência (HFT), que exigem grande capacidade de processamento e interligação.

Para explicar esse processo, recorremos a Warf (2007), que contrapõe uma centralização de serviços de alto valor agregado a uma descentralização de serviços de baixo valor agregado. Assim, tarefas de processamento de dados, que o autor considera como exemplo de informações padronizadas — tais como registros, notas bancárias e de pagamento —, tendem a ser realocadas em áreas metropolitanas “periféricas”, fruto das deseconomias de aglomeração dos centros urbanos “históricos”. Um *datacenter* de grandes dimensões não encontraria espaço físico suficiente e financeiramente viável dentro do centro de negócios da cidade de São Paulo, muito embora a proximidade a ele seja essencial para a vida de relações financeiras da bolsa. A solução encontrada e que vem se concretizando, é a divisão entre uma base infraestrutural de processamento de dados — a ser instalada em regiões mais periféricas —, e a manutenção de um escritório de administração, relacionamentos e documentação no centro da cidade, que permanece como sede social da empresa BM&FBovespa. Trata-se da formação de centralidades de comando nas metrópoles, em torno das quais se realizam serviços auxiliares, que demandem a infraestrutura nelas presente (em termos de transporte, comunicações e trabalhadores disponíveis), mas que exigem grandes áreas com potencial construtivo não suportadas pelos centros urbanos já bastante densificados.

Ao investir na realocação de sua infraestrutura de processamento de dados, busca transferir as chamadas atividades de *back office*, mas a sede administrativa, a partir da qual os comandos e decisões serão tomados, permanece nas regiões centrais, movimento que Daniels (1991) aponta para aquelas modalidades de serviços relacionadas à atividade empresarial. O afastamento desse centro de processamento de dados simboliza uma tensão que engloba diversos fatores relativos às áreas metropolitanas centrais: (i) maiores custos de manutenção das operações (preço do terreno, energia etc); (ii) possibilidade de realocação em aglomerações produtivas especializadas; (iii) maior disponibilidade de profissionais e serviços técnicos auxiliares; (iv) necessidade de proximidade física em relação à sede; (v) necessidade de proximidade física em relação aos clientes. Os dois

primeiros fatores impulsionam o distanciamento das operações, enquanto os três últimos podem reaproximar as atividades dos grandes centros.

No caso do Centro de Processamento de Dados em questão, pontuamos que a mudança foi realizada para uma cidade onde vêm se instalando diversos outros centros de processamento de dados e centros de serviços técnicos relacionados à informação. A localização também é próxima de diversos condomínios residenciais de alto padrão e de alguns escritórios de serviços avançados, além de possuir fácil acesso para o município de São Paulo, compondo parte de sua região metropolitana, o que auxilia na explicação da escolha locacional desse centro urbano no qual há ainda grande disponibilidade de profissionais preparados para os serviços a serem desempenhados.

No entanto, ressaltamos um complicador técnico da realocação dessas atividades. O incremento da complexidade das transações realizadas pela bolsa e que, portanto, devem ser processadas através do *datacenter*, ocorre no sentido de uma escala temporal de milissegundos, fazendo com que um pequeno afastamento de conexão já se torne relevante para as operações. Negociações como o *high frequency trade* contam inclusive com uma infraestrutura acoplada ao *datacenter* no qual se dá a compensação e liquidação dos títulos, permitindo o aproveitamento de tempo e a maior sincronia possível. Um afastamento dos centros de negócios onde estão os principais clientes — e, portanto, de onde eles emitem suas ordens e controlam suas rápidas negociações — já é substancial o suficiente para colocar em questão o deslocamento desse processamento para outros municípios. Ben-David, Hasan e Pearce (2011) demonstram como atividades de processamento de dados sensíveis à latência temporal ou que tenham problemas relativos à jurisdição dos dados fazem com que grandes *datacenters*, para atender múltiplos agentes, possuam uma relação conflituosa com a localização, demonstrando a importância do posicionamento espacial dessas unidades. Isso ocorre especialmente nos casos de atividades que exigem uma agilidade bastante alta para os fluxos de dados.

A localização da sede da bolsa de valores merece uma atenção especial, pois permanece na área correspondente ao centro velho de São Paulo, ainda que muitos dos participantes do mercado tenham se transferido para outros pontos da cidade. Uma tentativa de mudança da bolsa foi realizada em 1984, através da compra de um terreno na Marginal Pinheiros para abrigar uma futura sede, prevendo o crescimento e expansão da bolsa em direção ao novo centro de negócios da metrópole paulista. O terreno, no entanto, logo foi vendido devido às mudanças nas decisões de localização da bolsa. Conforme

Brandão (1999, p. 93), a Avenida Paulista, nessa época, também concentrava grandes escritórios de advocacia, grandes bancos, grandes empresas exportadoras e consulados, tornando-se verdadeiro atrativo de localização para uma bolsa de valores. No entanto, conforme o autor, na Bovespa, “venceu o grupo que pregava a tradição”, e considerou-se que a bolsa deveria permanecer no centro antigo. Assim, em vez de mudar-se, a bolsa comprou a sede do antigo Banco Mercantil de São Paulo, na Rua Álvares Penteado. Brandão (*op. cit.*, p. 112), ao escrever sobre a Bovespa, diz que “de seu refúgio na Rua XV de Novembro, a bolsa continua a observar a cidade. Sabe que não pode sair dali. Não quer. Ao seu redor ainda estão as sedes de grandes bancos. Ela resiste, é o símbolo permanente do centro velho, a ligação de São Paulo com suas raízes. Ela excita a memória.”

Figura 6. Sede da BM&FBovespa, no centro de São Paulo (2016)

Autoria própria.

esforço de revitalização do centro e mais um passo para transformar a região num exemplo de dinamismo e bem-viver”, numa demonstração do discurso de revalorização urbana adotado pela direção das bolsas.

Figura 7. Prédio da BM&F, atualmente pertencente à BM&FBovespa (2016)

Autoria própria.

Finalizamos afirmando que a possibilidade de retenção de parte do excedente — da mais-valia — e de sua redistribuição é, para Santos (1978, p. 12), maior em certos pontos do espaço do que em outros. Segundo o autor, quanto maior a complexidade das atividades, mais o excedente se reproduz localmente, favorecendo-se a cidade em relação ao campo, a cidade multinacional em relação ao enclave, a metrópole econômica em relação a cidades intermediárias e centros locais. Se o excedente se reproduz localmente, no entanto, a redistribuição é apenas aparente ou provisória: o excedente retorna para as empresas mais pujantes, sob a forma de consumo ou de poupança, por meio de canais institucionais ou não institucionais, como bancos, fundos de investimento ou intermediários de vários tipos, reforçando a capacidade de investimento e acumulação das grandes empresas.

Conforme Dias (1995, p. 150) aponta, “as qualidades de instantaneidade e simultaneidade das quais são dotadas as redes de telecomunicações deram livre curso a todo um jogo de novas interações”. Bancos — e, acrescentamos, bolsas de valores e demais

instituições do mercado financeiro — seriam, a partir de então, um elemento-chave de integração do território e articulação desse mesmo território à economia internacional. Mesmo organizações não financeiras ganharam em mobilidade introduzindo novos métodos de gestão, com departamentos técnicos, financeiros ou de pessoal.

O capital financeiro, para Dias (*op. cit.*, p. 151), realiza um processo de valorização diferencial das cidades, tirando proveito de sua própria flexibilidade e de sua rapidez. A posição da cidade/nó numa rede de relações em larga escala interage com as economias locais. A utilização que os diferentes setores econômicos fazem das redes não têm a mesma amplitude, o setor financeiro sendo sem dúvidas o maior usuário. Com isso,

a imagem piramidal e hierárquica tradicionalmente associada ao território, na qual os efeitos de proximidade têm supremacia sobre os efeitos de interdependência a longa distância, é cada vez menos verdadeira (DIAS, *op. cit.*, p. 151).

Contel (2009, p. 131) afirma que “as redes corporativas fazem crescer exponencialmente a eficácia da ação das empresas financeiras hegemônicas” e aumentam a “produtividade espacial” (SANTOS, [1996] 2009c, p. 247), bem como “a produtividade dos atores financeiros, contribuindo para que se tornem mais poderosos do que os demais atores econômicos presentes no território” (CONTEL, 2009, p. 131). Frente aos fluxos financeiros internacionais cada vez mais proeminentes,

governos nacionais são ‘convidados’ a alterar os conteúdos normativos de seus territórios, muitas vezes em detrimento dos arranjos horizontais existentes, construídos ao longo de décadas de esforço de planejamento. (CONTEL, *op. cit.*, p. 126)

Assim, segundo Dias (1995, p. 152), desde a década de 1990 o governo brasileiro vem tomando medidas econômicas e jurídicas para atrair o capital estrangeiro, abandonando proteções alfandegárias, estabelecendo um vasto programa de privatizações e eliminando barreiras ao investimento estrangeiro sobre os mercados de capitais. Os bancos, progressivamente, de atividade a princípio *regional*, a seguir *nacional*, hoje se tornam *mundiais*, operando no mercado internacional de moedas, de crédito e de capitais.

Para Santos ([2000] 2009d, p. 44), “nas condições atuais da economia internacional, o financeiro ganha uma espécie de autonomia”. A relação entre a finança e a produção e — conforme lembra o autor, entre o que agora se chama economia real e o

mundo da finança — “dá lugar ao que Marx chamava de loucura especulativa”. Tem lugar “uma especulação exponencial” que se tornará algo indispensável, intrínseco ao sistema, graças aos processos técnicos de nossa época. No território, a finança global instala-se como “a regra das regras, um conjunto de normas que escorre, imperioso, sobre a totalidade do edifício social, ignorando as estruturas vigentes, para melhor poder contrariá-las, impondo outras estruturas” (SANTOS, *op. cit.*, p. 101).

São Paulo, nesse panorama, se torna *centro financeiro primaz* no território brasileiro. Primeiro proposto por Mark Jefferson (1939), o conceito de primazia segue a ideia de uma hierarquia urbana e estabelece que uma cidade pode adquirir mais de 50% do tamanho das cidades de segundo escalão, tornando-se então uma cidade primaz. Ao tratarmos São Paulo como um centro financeiro primaz, observamos que uma parte substantiva da atividade financeira do país se localiza nessa metrópole, conferindo a ela um destaque que a torna importante não apenas pela quantidade de instituições, mas pela qualidade de suas atividades — já que não se trata apenas da quantidade de fluxos, mas do fato de que tais fluxos, extremamente concentrados, atraem todas as atividades dependentes das finanças para a mesma metrópole. O fenômeno da primazia financeira é uma tendência em grande parte dos países, com o estabelecimento de um centro de negócios que se diferencia do restante do território em termos de poder financeiro e de serviços avançados, em grande parte das vezes coincidindo com a capital política do país.

Pasti e Silva (2013, p. 12) consideram que “os círculos de informações financeiras, comandados por poucos agentes econômicos hegemônicos, condicionam os usos do território, em função de restringirem usos soberanos do território”, atuando como vetores verticais de reorganização do território brasileiro. Os autores ligam esses círculos de informações ao processo de alienação territorial, destacando a atuação das agências classificadoras de risco, apontando para a formação de uma “psicosfera de suporte à conformação dos espaços da globalização na metrópole paulistana em função de suas atividades financeiras”.

A metrópole, anteriormente, não apenas não chegava simultaneamente aos lugares, como aponta Santos ([1994] 2008, p. 92), mas a descentralização que havia era diacrônica, enquanto a instantaneidade atual é socialmente sincrônica. Isso significa uma “dissolução da metrópole”, que atualmente se dá como condição de funcionamento da sociedade econômica e política. A metrópole torna-se onipresente e tomada pelo meio técnico-científico informacional, que se alimenta de todas as possibilidades trazidas pelos

fluxos — que são estruturadores — mais do que dos benefícios que seu lugar oferece. Dinâmicas clássicas nas quais uma periferia alimentava um centro ficam em segundo plano, e uma nova topologia se configura.

A nova divisão do trabalho que se dá no Brasil, ainda segundo Santos (*op. cit.*, p. 90), atinge a Região Concentrada privilegiando São Paulo e sua respectiva Região Metropolitana. A acumulação das atividades intelectuais assegura a criação de atividades produtivas de ponta, e as atividades modernas dos diversos pontos do país precisam se apoiar em São Paulo para um número crescente de tarefas. Observamos que o mercado de capitais, de fato, passa a ter atuação nacional, mas o centro de processamento de sua tecnologia, assim como de suas decisões, situa-se em São Paulo, e é a essa metrópole que recorrem os diversos agentes para suas decisões. Essa metrópole, assim, “fica presente em todo o território brasileiro, graças a esses novos nexos, geradores de fluxos de informação indispensáveis ao trabalho produtivo”. A dispersão e a concentração se dão, portanto, de modo dialético, complementar e contraditório.

O controle das atividades a partir da metrópole paulista permite coordenar atividades diversas, e seus vetores hegemônicos são capazes de desorganizar e reorganizar atividades periféricas (SANTOS, *op. cit.*, p. 93). Sedes empresariais das maiores companhias instalam-se, com suas centrais de comando, nos centros de negócios onde é possível usufruir das novas possibilidades de serviços avançados, através dos quais poderão agir informadas e tomar as decisões sobre realocação de recursos e de capital no território. São Paulo “se impõe como metrópole onipresente e, por isso mesmo, e ao mesmo tempo, como metrópole irrecusável para todo o território brasileiro.

3.3. A expansão regional do mercado de títulos latino-americano e o papel de São Paulo como centro financeiro internacional

3.3.1. O desenvolvimento das bolsas de valores latino-americanas

O processo histórico-geográfico de conformação e institucionalização das bolsas de valores em território brasileiro colocou São Paulo como centro financeiro de grande importância, levando à situação em que uma única bolsa detém o monopólio sobre todo o mercado e, portanto, sobre os investimentos em capital aberto na forma de títulos acionários sobre todo o território. Esse processo, embora tenha se dado em âmbito nacional, está longe de ser isolado de seu contexto internacional. Consideramos que é de grande relevância para nosso entendimento do mercado de capitais no país explorar a inserção do processo de financeirização do território por meio da instalação das bolsas de valores nos diversos territórios latino-americanos¹⁰⁴. Guardadas as enormes distinções políticas e econômicas relativas aos diversos países da região latino-americana, há também grandes correlações entre processos que ajudam a vislumbrar algumas tendências gerais que se convergem para uma transformação na sua participação como um todo no mercado global.

Não significando uma mera compreensão de processos paralelos, entender a questão em termos regionais também permite lançar luzes sobre as relações que vão se estabelecendo entre os diferentes mercados da região e sobre sua participação conjunta ao mercado brasileiro nas dinâmicas econômicas mundiais. Com isso, pretendemos averiguar até que ponto a transformação de São Paulo em um centro financeiro internacional pode se estender na forma de uma “influência” brasileira na América Latina. É importante analisar essa posição do Brasil (e, portanto, de São Paulo) como principal representante da América Latina no mercado financeiro internacional, e como isso se reflete em uma real correlação com os mercados vizinhos, seja ela em termos de hierarquias de poder financeiro, quanto de relações mutualistas em prol do desenvolvimento comum.

¹⁰⁴ Optamos por desconsiderar, em nossa análise, aqueles países integrantes da América do Norte e do Caribe, por possuírem dinâmicas bastante distintas e específicas em seus mercados de capitais.

O século XIX representou a aurora do mercado de capitais nos principais países da região. Com a nomenclatura variando entre “bolsa de comércio” e “bolsa de valores”, esse fenômeno certamente difundiu-se baseado no fim das relações coloniais que representavam fortes restrições ao desenvolvimento comercial endógeno dos territórios latino-americanos. Além da bolsa carioca e de suas congêneres brasileiras, podemos atentar para o surgimento de diversas outras no continente ainda nesse século. Desconsiderando algumas tentativas pouco efetivas e mal documentadas de criação pioneira de bolsas em alguns dos países, podemos distinguir três períodos, delimitados no quadro 11, para o início das instituições de bolsa de valores nos países latino-americanos, auxiliando, assim, na classificação deles através do desenvolvimento de seu mercado de títulos organizado, bastante antigo para alguns, e recente para outros.

Quadro 11. América Latina: data de criação das primeiras bolsas por país

Fase	País	Primeira bolsa
Mercados Pioneiros	Argentina	Bolsa de Buenos Aires (1854)
	Brasil	Bolsa do Rio de Janeiro (1851)
	Peru	Bolsa de Lima (1860)
	Uruguai	Bolsa de Montevideu (1867)
	Equador	Bolsa de Guayaquil (1884)
	Chile	Bolsa de Santiago (1893)
	México	Bolsa do México (1894)
Mercados Intermediários	Colômbia	Bolsa de Bogotá (1928)
	Venezuela	Bolsa de Caracas (1947)
	Costa Rica	Bolsa Nacional (1970)
	Paraguai	Bolsa de Assunção (1977)
	Bolívia	Bolsa Boliviana (1979)
Mercados Tardios	Guatemala	Bolsa de Valores Nacional (1987)
	Rep. Dominicana	Bolsa de Santo Domingo (1988)
	Panamá	Bolsa de Panamá (1990)
	Honduras	Bolsa Hondurenha (1991)
	El Salvador	Bolsa de El Salvador (1992)
	Nicarágua	Bolsa de Nicarágua (1994)

Elaboração própria.

Não se tratando de uma periodização mais profunda, a subdivisão realizada busca apenas auxiliar, de maneira geral, a compreender a motivação de criação das bolsas e, assim, a perspectiva sob a qual se desenvolveram os diferentes mercados de títulos. Observamos uma fase inicial repleta de bolsas que nasceram de mercados de capitais ainda bastante primordiais, geralmente movimentados por iniciativa de corretores ainda pouco regulamentados e ligados a praças comerciais importantes. A criação de bolsas até o início de século XX era priorizada nas cidades de maior conexão com o estrangeiro, frequentemente se dando em entrepostos comerciais portuários, com as bolsas associadas a um comércio de mercadorias já existente, como nos casos de Guayaquil, no Equador, e de Valparaíso, no Chile, que embora não fossem capitais abrigaram as primeiras bolsas de seus respectivos países. Nessa primeira fase estão países que apresentam, de maneira geral, um destaque econômico na região desde cedo. No caso de Argentina, Brasil, Chile e México isso se refletiu em uma robusta estrutura de mercado de capitais posteriormente. Já no caso de Uruguai, Equador e Peru, embora tivessem um importante comércio histórico, hoje não possuem uma estrutura de comércio de títulos muito relevante no contexto regional.

Um segundo momento levou à criação de bolsas de valores naqueles países que não tinham conseguido reunir estrutura suficiente para uma bolsa de valores já no século XIX, mas que tinham certo dinamismo econômico para fundamentar um mercado de títulos nesse sentido. É o caso de países como Colômbia e Venezuela, ainda na primeira metade do século XX, e de Costa Rica, Paraguai e Bolívia nos anos 1970. Por último, temos o ciclo de criação de bolsas nos países da América Central, pois com a exceção da Costa Rica, nenhum país tinha sua própria bolsa até então. Esse período leva à proliferação dessas instituições na Guatemala, República Dominicana, Panamá,

Honduras, El Salvador e Nicarágua¹⁰⁵. Ao final desse ciclo, apenas Cuba¹⁰⁶, país de economia planificada e socialista, não possui sua própria bolsa de valores, optando por não fazer parte dessa vertente do circuito financeiro internacional.

A partir disso, traçamos dois paralelos da América Latina com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O primeiro diz respeito à semelhança entre as transformações institucionais e regulatórias nas bolsas. Especialmente naqueles países que agrupamos como “mercados pioneiros”, as mudanças institucionais são bastante equivalentes e acompanham um movimento conjunto, que inclui um momento de constituição inicial ligado às burguesias locais, uma progressiva expansão da atuação da bolsa com relação a empresas em todo o território, uma renovação na década de 1960 e um aumento no volume de operações, na internacionalização e na complexidade de instrumentos a partir dos anos 1990.

O segundo ponto diz respeito à centralização das bolsas de valores. Embora a criação e fechamento de pequenas bolsas — muitas delas com registros históricos bastante escassos — tenha se dado em grande número, em especial entre o fim do século XIX e o início do século XX, destacamos alguns países nos quais, por um período considerável de tempo, subsistiu mais de uma bolsa compondo o sistema bursátil nacional, como foi o caso do Brasil. O exemplo mais emblemático nesse sentido é a Argentina, que manteve um sistema de organização próprio, que será melhor trabalhado adiante, no qual foram criadas diversas bolsas, muitas das quais tendo atuação consideravelmente grande nos mercados regionais. A centralização dos mercados argentinos se deu de maneira bastante recente e ainda incompleta, com os mercados de valores regionais ainda existindo na

¹⁰⁵ Para complementar a descrição dos mercados do continente, listamos a situação bursátil dos demais países da América, excluindo-se a região latino-americana. Temos, assim, além das grandes bolsas dos Estados Unidos e do Canadá, pequenas e médias bolsas em: Guiana e Suriname na América do Sul; Bahamas, Barbados, Belize, Bermuda, Haiti, Ilhas Cayman, Jamaica e Trinidad e Tobago na América Central; além da bolsa Eastern Caribbean Stock Exchange, englobando Anguilla, Antigua e Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, São Cristóvão e Névis, Santa Lúcia e São Vicente e Granadinas. O único país sem uma bolsa operativa é, portanto, Cuba. Observamos que, seja por iniciativa estatal ou privada, todos os países tendem a desenvolver ao menos uma bolsa de valores própria, de modo a reunir negociações.

¹⁰⁶ Até a revolução de 1959, Cuba também tinha uma bolsa do comércio, nos moldes das demais bolsas surgidas no século XIX, nas quais o comércio de títulos e de mercadorias eram realizados no mesmo âmbito.

forma de “subsidiários”. Outros casos de centralização¹⁰⁷ são as bolsas da Colômbia, que contou com a bolsa de Medellín (1961) e a bolsa do Occidente (1983), ambas incorporadas pela bolsa de Bogotá para formar a *Bolsa de Valores de Colombia* em 2000; o México, que contou com as bolsas de Monterrey (1950) e de Occidente (1960), ambas incorporadas pela *Bolsa de Valores Mexicana* para formar a *Bolsa Mexicana de Valores* em 1975; e o caso venezuelano, com a *Bolsa de Comercio del Estado de Miranda* (1958) sendo incorporada pela bolsa de Caracas em 1974. Temos ainda casos de países com sistemas bursáteis ainda duais, que são o Equador, com a bolsa de Guayaquil (1884) e de Quito (1969), e do Chile, com as bolsas de Santiago (1893) e Valparaíso (1899)¹⁰⁸.

¹⁰⁷ Completando o panorama de bolsas da América Latina, temos também Honduras, no qual a Bolsa Centroamericana (1994) sucedeu a Bolsa Hondurenha (1991) como principal bolsa do país após o fechamento da última em 2004; e o caso da Bolívia, que teve, por curto período de tempo, uma bolsa em Santa Cruz de la Sierra (1990-1997). Por fim, existem também as bolsas eletrônicas de valores, que se proliferaram nos anos 1990 na forma de médios empreendimentos financeiros que se adentraram em especial nos mercados de renda fixa, procurando ganhar relevância no mercado a partir da introdução dos meios de negociação eletrônicos quando o processo de informatização ainda estava se iniciando e não tinha sido completamente absorvido pelas instituições de bolsa existentes. São os casos das bolsas: Bolsa Electrónica de Valencia (1990) na Venezuela; Bolsa Electrónica SATI (1995-1997) no Equador; Bolsa Electrónica del Uruguay (1993); Bolsa Electrónica de Chile (1989); e Mercado Abierto Electrónico (1989) na Argentina.

¹⁰⁸ No caso chileno, duas bolsas tiveram mercados fortes historicamente, a de Santiago, a capital, mas também a de Valparaíso, principal cidade portuária, ambas criadas no final do século XIX e sobreviventes até os dias de hoje. A bolsa de Santiago, no entanto, concentrou grande parte das negociações e, atualmente, possui uma estrutura arrojada de negociação, com a listagem da maioria das companhias abertas chilenas, enquanto a bolsa de Valparaíso sobrevive como alternativa complementar. Couyoumdjian (1993) narra o embate pelo estabelecimento da Bolsa de Santiago, que passou por períodos, como os anos 1920, nos quais se proliferaram tentativas de criação de outras bolsas, muitas na própria cidade de Santiago, mas diversas outras nas demais províncias. As bolsas, no entanto, não conseguiam obter êxito, tratando-se de iniciativas de agentes de mercado que logo se deparavam com crises e com as dificuldades competitivas. Também teve papel nessa dinâmica das bolsas as relações próximas entre a bolsa de Santiago e o Estado chileno, não apenas ao pleitear mudanças regulatórias, mas também se beneficiando, por exemplo, da instalação do telégrafo nacional, que inicialmente foi instalado ligando a bolsa de Santiago à de Valparaíso e se tornou elemento competitivo (COUYOUMDJIAN, *op. cit.*, p. 196). Posteriormente, a bolsa de Santiago seria uma das maiores engajadas na América Latina pela causa da internacionalização dos mercados, promovendo diversas reuniões, seminários e congressos entre bolsas.

A Argentina é talvez o caso mais destacado de planejamento de um sistema bursátil disperso pelo território na América Latina. Com um sistema historicamente plural no mercado de títulos, bolsas surgiram espontaneamente nos principais centros comerciais, e o país chegou à metade do século XX com bolsas operando em Buenos Aires, Rosário, Córdoba, Santa Fé e Mendoza, algumas especializadas em mercadorias, outras em títulos. Esse sistema sobreviveu à modernização do mercado de capitais dos anos 1960 e 1970, reformulando-se no formato de instituições agregadas denominadas “mercados de valores” e “bolsas de comercio” — o primeiro se referindo ao mercado de títulos em si, incluindo as operações e o modelo de negociação, e o segundo à instituição que abriga o mercado, mas também um conjunto de outros organismos que o cercam.

Isso permitiu ao país manter um sistema de bastante interação entre o comércio de mercadorias, títulos públicos e privados e derivativos, e também permitiu que se proliferassem mercados regionais, sendo criadas, a partir dos anos 1950, bolsas em San Juan, Mar del Plata, Bahía Blanca, Tucumán, Patagônia, Corrientes, em Salta e no Chaco, formando um sistema de mercado de capitais abrangente de grande parte das províncias. Silveira (1999) aponta a existência de redes de financiamento específicas nas províncias, que permitem que as empresas possam negociar na bolsa sem as exigências que uma grande bolsa como a de Buenos Aires apresenta. A despeito disso, a concentração do mercado pelas bolsas de Buenos Aires e Rosário sempre foi muito forte, e tendeu a convergir para uma dualidade do mercado de títulos argentino. Em 2012, a legislação argentina promoveu uma reforma legislativa entre as bolsas, que teve como resultado prático a centralização do mercado nessas duas principais bolsas, às quais as demais bolsas e mercados passaram a se associar como subsidiárias. A bolsa de Buenos Aires é responsável, atualmente, por quase todo o mercado acionário argentino, enquanto a bolsa de Rosário especializou-se em derivativos e no acesso facilitado às pequenas e médias empresas (referidas como *pymes* — *pequeñas y medianas empresas*), contando também com um arrojado e internacionalmente reconhecido mercado de futuros (o Rofex — Rosario Futures Exchange).

O tamanho do mercado de títulos de cada país da América Latina, bem como sua liquidez, internacionalização e organização interna, a despeito de semelhanças em seus processos históricos, varia bastante e cria uma grande disparidade entre os países. Isso se reflete em movimentos de bolsa muito díspares, com alguns dos países adotando mais tipos de instrumentos financeiros, diversificando mais seu mercado, ou em outros casos

tendo altos índices de estrangeirização, especialmente em casos de economias bastante dolarizadas. O gráfico 5 permite um olhar inicial sobre o mercado dos principais países da América Latina em termos do mercado de bolsas, o que nos fornece um subsídio para as discussões realizadas a seguir, com relação às iniciativas de integração de mercados observadas.

Gráfico 5. América Latina: capitalização de mercado bursátil doméstica e estrangeira dos países participantes da FIAB (2015 — em milhões de US\$)

Elaboração própria com base em dados da FIAB (2016a).

A superioridade do Brasil em termos de capitalização bursátil doméstica, ou seja, de capital em circulação na bolsa, é desafiada apenas pelo México, que expandiu em muito seu mercado de títulos nos últimos anos. Os dois países representam a parte mais relevante do mercado de capitais latino-americano, com seus índices bursáteis figurando em diversos dos resumos financeiros mundiais. Além desses países, temos um forte mercado no Chile, seguido por Venezuela, Colômbia, Argentina e Peru. Os demais mercados possuem expressividade muito baixa tanto em seus mercados domésticos quanto estrangeiros. Alguns dos mercados são mais instáveis, como o caso da Venezuela, ou ainda muito recentes e pouco desenvolvidos, como os casos da Bolívia e do Paraguai, além dos

mercados relativos a economias de menor porte, como é o caso dos mercados da América Central, com bolsas de criação bastante recente.

Pontuamos que tanto o México quanto a Argentina apresentam altos índices de internacionalização em seu mercado de títulos, O primeiro possui também expressiva capitalização doméstica, já o segundo, com uma capitalização doméstica não tão expressiva, possui altos índices de negociação de ativos estrangeiros, com expressiva operação com valores emitidos pelos Estados Unidos (sobretudo através dos *Depositary Receipts*)¹⁰⁹.

Para permitir visualizar não apenas a presença em termos volumétricos do mercado de capitais nos países, mas também a sua relevância com relação às economias nacionais, comparamos a seguir os dados da capitalização com o Produto Interno Bruto (PIB) dos países representados. Pode-se averiguar, através do gráfico, que Chile apresenta uma capitalização bursátil bastante grande com relação ao seu PIB, ainda que não seja o maior mercado em termos de volumes. Da mesma forma, El Salvador, com uma capitalização bem baixa, mas grande com relação a seu PIB. Já os mercados de valores do México e do Brasil, embora sejam os maiores da América Latina, não representam tanto perto de suas economias nacionais. A Argentina, embora tenha uma alta capitalização estrangeira, possui um baixo valor doméstico e, por isso, apresenta um dos índices mais baixos da região, junto com Equador, Costa Rica e Paraguai, que têm baixíssimo desenvolvimento em seu mercado de títulos.

¹⁰⁹ Esse grande nível de negociações estrangeiras pode ser explicado, no primeiro caso, pela ligação forte entre a economia mexicana e os Estados Unidos, promovendo muitos investimentos cruzados; e, no segundo caso, pela dolarização crônica da economia argentina, que transfere para as negociações de ativos estrangeiros boa parte da liquidez de suas bolsas de valores.

Gráfico 6. América Latina: porcentagem do PIB representada pela capitalização bursátil doméstica (2014)

Elaboração própria com base em dados da FIAB (2016a).

Tendo observado as enormes disparidades nos diferentes mercados de valores latino-americanos, devemos ter em conta que isso gera dificuldades regulatórias e institucionais para a integração financeira da região. Com isso em mente, exploraremos, a seguir, as diferentes possibilidades e tentativas de integração e de interação entre as bolsas de valores nos diferentes países, com vistas a entender o papel de São Paulo no processo de agregação desses mercados e o posicionamento conjunto dos países frente ao mercado financeiro internacional.

3.3.2. A integração entre os mercados latino-americanos e o papel de São Paulo

O mercado de capitais latino-americano, como descrito anteriormente, se desenvolveu de maneira que praticamente todos os países, atualmente, apresentam uma bolsa de valores. O mapa 11 representa as bolsas de valores existentes na atualidade. Com a finalidade de avaliar o peso da atuação dessas bolsas, sem ter de recorrer a metodologias quantitativas por apresentarem muitas variações anuais, além de disparidades e inconstâncias na disponibilização dos dados, verificamos quais estão associadas à *World Federation of Exchanges* (WFE) e à *Federación Iberoamericana de Bolsas* (FIAB). Aquelas

de maior projeção mundial estão associadas à WFE, enquanto aquelas que, embora não tenham participação mundial tão expressiva, têm certa relevância no âmbito regional, se associam à FIAB. As bolsas que não se integram a nenhuma das associações, em geral são de abrangência bastante limitada, não tendo papel relevante na atividade de mercado de capitais da região, geralmente ligadas a mercados locais, como a bolsa de Valparaíso, ou de pequena expressão como as bolsas da América Central.

Mapa 11. América Latina: bolsas de valores em funcionamento (2015)

Elaboração própria com base em dados da WFE (2015), FIAB (2016b) e *websites* das bolsas de valores.

Os países que participam da WFE de fato possuem maior relevância no mercado mundial: Brasil, México, Colômbia, Chile, Argentina e Peru. Por sua vez, Paraguai, Uruguai, Bolívia, Equador, Venezuela, Panamá, El Salvador, República Dominicana e

Costa Rica possuem participação bem mais restrita, interagindo internacionalmente apenas em âmbito regional e participando da FIAB. Por último, Nicarágua, Honduras e Guatemala possuem bolsas, mas nenhuma representatividade em órgãos, com mercados ainda pouco organizados. A participação dessas federações bursáteis é de grande relevância para a interação entre as bolsas e o desenvolvimento conjunto de novas perspectivas organizacionais, técnicas e regulatórias.

Para tratarmos das iniciativas de integração, mencionamos de início a existência, na atualidade, de diversos acordos de integração econômica existentes na América Latina. Iniciativas como o Mercado Comum do Sul (Mercosul), objetivando a formação de um mercado comum do Cone Sul, e também o Pacto Andino e o Mercado Comum Centro-Americano buscam ir além das heterogeneidades econômicas da região para integrar os mercados de alguns de seus países, a partir de acordos de cooperação assinados entre eles. Conforme Arroyo (1997), esses acordos sub-regionais de comércio reativados nos anos 1990 são “precedidos pela adoção de políticas unilaterais de liberalização em um contexto de políticas de abertura das economias nacionais”, a partir dos sinais de esgotamento do modelo de substituição de importações no fim dos anos 1980. Como a autora ressalta, os vínculos entre os países são denominados pela Comissão Econômica Para a América Latina e o Caribe (CEPAL) como “regionalismo aberto”: um processo de crescente interdependência econômica a nível regional, impulsionado tanto por acordos preferenciais de integração como por outras políticas, em um contexto de abertura e desregulamentação. Assim, com tal regionalismo aberto, pretende-se “conciliar uma melhor inserção internacional com um aprofundamento dos nexos de interdependência entre os países da região” (ARROYO, *op. cit.*, p. 188).

A integração do mercado de capitais, porém, não tem sido amplamente trabalhada por essas iniciativas de aproximação, sendo apenas discutida de maneira eventual e não sistemática. O Mercosul previa, por exemplo, uma iniciativa de integração de mercados de capitais desde seu início, porém essa proposta nunca foi posta em prática, apesar de, como Pamboukdjan (2006, p. 100-102) descreve, uma Comissão de Mercado de Capitais ter sido criada dentro do organismo para “identificar formas de unificação da legislação dos mercados de capitais dos quatro países”, sendo realizados estudos sobre operações com derivativos e fundos de investimento multilaterais. Aprovou-se inclusive uma “regulação mínima” para as operações internacionais que, entretanto, apenas facilitou o

investimento em dólares e o acesso de alguns países ao mercado brasileiro através das corretoras do país, não lançando bases para promover uma integração de fato.

O caso mais importante de integração de mercado de capitais na América Latina é o Mercado Integrado Latino-Americano, de criação recente. Desde 2009, o acordo promove uma integração operativa entre as bolsas de Lima, de Santiago e da Colômbia, possibilitando e facilitando negociações cruzadas de títulos (MILA, 2015), mas também permitindo uma atuação conjunta na atração de investimentos internacionais. Em dezembro de 2014, o México iniciou sua integração a esse mercado¹¹⁰, tornando essa capitalização conjunta a maior de toda a região (e ultrapassando, assim, a da BM&FBovespa). É importante ressaltar, no entanto, que embora as bolsas atuem conjuntamente, mantêm total independência institucional de suas bolsas de valores e de seus respectivos mercados de capitais.

Apesar de serem poucas as iniciativas de integração de mercado de capitais significativas, há diversos fóruns regionais nos quais as bolsas podem debater e trocar experiências sobre novas regulamentações e novos instrumentos. A mais forte das iniciativas, no que diz respeito às bolsas de valores, é atualmente a *Federación Iberoamericana de Bolsas* (FIAB), criada em 1973, tendo bastante peso também o *Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores* (IIMV), criado em 1999. A BM&FBovespa participa com bastante relevância nessas duas instituições, nas quais a integração das regulações é tema constante das discussões, que desde 2003 caminham em direção a uma definição de regras mínimas para as práticas de mercado Conforme Pamboukdjan (2006, p. 118), a esse respeito o BID afirma que

a FIAB suporta um modelo de integração de mercado que evita a criação de um único mercado ou centro de negociação de ações na América Latina e, ao contrário, busca fortalecer os mercados locais como a principal via para a operação através de mecanismos eficientes de financiamento de empresas locais e de um canal de investimento da poupança da região em suas próprias companhias.

Além dessas instituições, há também outras menores e subregionais, como a *Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe* (BOLCEN), criada em 1994 para diálogos

¹¹⁰ Cabe ressaltar que os países integrantes desse acordo coincidem com os participantes da *Alianza del Pacífico*, iniciativa de integração regional configurada em 2011.

entre as bolsas dos países da América Central e do Caribe e também a *Alianza de Mercados de Centroamérica* (AMERCA) anunciada pelas bolsas de valores de Costa Rica, El Salvador e Panamá em 2007. As iniciativas de diálogo mencionadas parecem se encaixar no contexto de abertura das economias nacionais, o que desperta uma busca por maior participação e competitividade nos mercados financeiros internacionais. Com isso, as diversas instituições de bolsa procuram, na troca de informações com as demais, encontrar modelos, soluções e iniciativas para desenvolver seus mercados domésticos, adotando práticas para aumentar o capital de giro das bolsas e promover melhorias em suas técnicas e regulações.

Cabe assinalar que a intenção de criar projetos de internacionalização de bolsas para a América Latina é antiga. Já em 1946, o presidente da Bovespa Ernesto Tomanik propunha a criação de um Mercado Americano de Valores Mobiliários, durante a Conferência Hemisférica de Bolsas de Comércio (BRANDÃO 1999, p. 66). Nos anos 1960, o *Centro de Estudios Monetarios* (CEMLA), coordenado pelo *Banco Interamericano de Desarrollo* (BID), produziu uma série de estudos sobre mercados latino-americanos de capitais, publicando perfis dos mercados na Argentina, Brasil, Colômbia, México, Peru e Venezuela e analisando suas perspectivas de integração. Na ocasião, apontou-se que “do exame das bolsas de valores (...) se poderia concluir que, em geral, não alcançaram uma etapa de desenvolvimento que assegure às empresas a obtenção dos fundos necessários através da emissão de valores” (BASCH; KYBAL, 1969, p. 82). Nos anos 1990, Monte Carmello (1997, p. 161) aborda o projeto da Bolsa Eletrônica Latino-Americana (BELA), criada na 17ª Assembleia Geral da FIAB em Bilbao, no ano de 1990. O projeto era composto pelas bolsas do Rio de Janeiro, São Paulo, Madri, Bilbao, México, Buenos Aires, Santiago e Lima, objetivando realizar estudos para alcançar a integração bursátil latino-americana, todavia sem obter sucesso.

Além das iniciativas ainda existentes de instituições representativas para o mercado de capitais da região, é notável a quantidade de conferências e espaços de discussão estabelecidos pelas bolsas de valores. A Conferência Interamericana de Bolsas de Comércio foi uma das primeiras a reunir várias das maiores bolsas da região para estabelecer acordos e discutir temáticas relevantes. Esse evento tinha forte presença dos Estados Unidos e de sua intenção de estabelecer relações de mercado com os demais países da América, aumentando sua presença econômica no continente. É sintomático, portanto,

que a primeira dessas reuniões tenha sido realizada em Nova York, em 1947¹¹¹. Outro congresso relevante foi o Congreso Nacional de Bolsas y Mercados de Valores, convocado em escala nacional pela bolsa de Buenos Aires, mas que se transformou em uma reunião internacional ao reunir as bolsas de Nova York, México, Santiago, Lima, Rio de Janeiro e Montevideu em 1966¹¹² (COUYOUMDJIAN, 1993). . Outros exemplos notáveis incluem as Conferências de Bolsas Hispanoamericanas e as Reuniones de Bolsas y Mercados de Valores de América. É notável a presença dos Estados Unidos, se não como membro efetivo, como observador, em grande parte dessas reuniões, buscando estabelecer conexões com esse mercado de capitais regional.

A integração dos mercados de valores mobiliários¹¹³, no entanto, sempre representou grandes dificuldades para a região. Monte Carmello (1997, p. 55) cita, por exemplo, que ela dependeria do alcance (investidores, emissores e intermediários) e da amplitude (liberdade de movimento desses três tipos de agentes). Frente a isso são criadas tanto barreiras explícitas, impedindo a entrada de capital estrangeiro, quanto implícitas, dificultando-se esse ingresso através de peculiaridades burocráticas nas normas contábeis, por exemplo. Qualquer integração de fato, portanto, exigiria harmonização de legislações e de instrumentos financeiros para as negociações. Deve-se levar em conta, também, que uma norma comum para um mercado grande e um pequeno pode prejudicar o menor, portanto os acordos precisam negociar as melhores alternativas. Para o autor, as melhores opções para essa harmonização são, a princípio, aquelas que se baseiam na reciprocidade e no estabelecimento de padrões comuns mínimos¹¹⁴. De fato, esse parece ser o tom de várias das discussões que vêm ocorrendo nas federações de bolsas de valores da região.

¹¹¹ Seguiram-se reuniões em Santiago (1948), Santos (1950), Nova York (1954), Buenos Aires (1957), Montevideu (1961), além de uma segunda série de novas conferências realizadas a partir de 1966.

¹¹² Posteriormente, outras reuniões foram realizadas no México (1967), Rio de Janeiro (1968) e Caracas (1969).

¹¹³ Pamboukdjan (2006, p. 137) elenca diversos modelos de união entre bolsas possíveis, que podem estabelecer desde uma integração via intercâmbio de listagens até uma fusão total entre bolsas.

¹¹⁴ Conforme Monte Carmello (1997, p. 74), os acordos de reciprocidade devem tratar de permitir a passagem de fluxos financeiros, desde que respeitando as normas nacionais, com foco na eliminação de barreiras explícitas como as tarifárias. Já os padrões mínimos devem estabelecer “condições máximas” as quais cada investidor, emissor ou intermediário precisa seguir para ser aceito a nível da integração dos mercados.

Apesar dessas diversas tentativas regionais de diálogo, participação e ação conjunta, em poucos casos, como ocorre com o do Mercado Integrado Latinoamericano, ocorre uma listagem de ativos estrangeiros significativa, ou seja, promove-se de fato algum tipo de intercâmbio ou troca recíproca de títulos. Muitas das bolsas, porém, atuam com a listagem de ativos estrangeiros desde os anos 1990, através de instrumentos criados para permitir que títulos sejam comercializados sem que seja necessário passar pela burocracia do país em que ocorre a negociação, os *Depository Receipts* (DR). Consistem em recibos emitidos por agentes depositários no exterior garantindo a compra ou venda de títulos no país. O *Depository Receipt* mais comum é o *American Depository Receipt* (ADR), por meio do qual qualquer investidor estadunidense pode investir em ativos do mundo todo que decidam fazer ofertas de compra e venda em bolsas ou outras instituições financeiras dos Estados Unidos. Além dele, existem os *Global Depository Receipts* (GDR), por meio dos quais se negociam ativos geralmente fora do ambiente de bolsa, por meio de bancos transnacionais. Há também outras modalidades nacionais desse instrumento, como é o caso do *Brazilian Depository Receipt* (BDR)¹¹⁵, que permite a empresas estrangeiras listarem seus ativos na BM&FBovespa e realizarem suas transações sem ter de passar pelas dificuldades acarretadas pelo processamento de negociações estrangeiras dentro do Brasil. Através desse instrumento, portanto, é possível reduzir custos e necessidades burocráticas para a realização de negociações estrangeiras.

O surgimento dessa possibilidade facilitada de listar ativos no exterior fez com que diversos países iniciassem programas de listagem de títulos de suas companhias em bolsas nos Estados Unidos, com vistas a atrair os capitais dessa grande economia. A transferência de liquidez sofrida pela Bovespa dos anos 1990 já foi referenciada no capítulo 2, e também foi comum aos demais países da América Latina, conforme descreve Pamboukdjan (2006, p. 26), chegando a prejudicar em maior ou menor grau o crescimento das bolsas da região e o desenvolvimento dos mercados de capitais domésticos. Essas negociações persistem, embora a maioria dos países, ao longo dos últimos anos, tenham sido capazes de controlar ou contornar esses desvios de liquidez, amenizando-os. O gráfico 7 permite visualizar a situação atual, chamando atenção para o fato de que a maioria absoluta das listagens

¹¹⁵ Assim como o Brasil, a Argentina possui os Certificados de Depósitos Argentinos (CEDEARs) e o México possui o Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC).

estrangeiras ocorre ligada aos mercados dos Estados Unidos, seja através da NASDAQ e da NYSE, seja através dos mercados de balcão.

Gráfico 7. América Latina: Negociação de *Depositary Receipts* (DRs), por número de empresas, em bolsas exteriores ao país de origem dos títulos¹¹⁶ (2015)

Elaboração própria com base dados fornecidos pelo J. P. Morgan (2015).

Observamos que os instrumentos de listagem estrangeira são utilizados pelas bolsas de valores nacionais essencialmente para levar negociações à bolsa de Nova York e aos mercados fora de bols, também em maioria localizados nos Estados Unidos. A listagem em bolsas externas aos Estados Unidos acontece muito raramente, como a listagem da empresa brasileira Vale S.A. na bolsa de Hong Kong e do Banco do Chile e do grupo argentino Clarín na bolsa de Londres. A listagem de ativos estrangeiros dentro da América Latina por meio desses instrumentos ainda é bastante rara e, no gráfico, o único caso é representado pela listagem da empresa argentina TGLT S.A. na BM&FBovespa.

¹¹⁶ As modalidades OTC (*over the counter*) e PORTAL (*Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages*) são relativas aos mercados fora de bolsa, operados em geral por bancos de investimento.

A Bovespa iniciou sua internacionalização nos anos 1990, como já descrito. Nessa década, algumas das sociedades corretoras brasileiras já buscavam estabelecer escritórios no exterior para fechar negócios sem ter de recorrer a seus escritórios nacionais, facilitando aspectos regulatórios das negociações (MONTE CARMELLO, 1997, p. 163). No âmbito da América Latina, Pamboukdjan (2009, p. 134) cita uma série de acordos estabelecidos pela Bovespa nessa década, como aqueles com as bolsas do México, Buenos Aires e Montevideu (1991), Santiago (1992), Lima (1994) e Guayaquil (1995), alguns para integração de mercados através da listagem de alguns ativos, e outros para troca de experiências e informações operacionais.

A partir dos anos 2000, com o crescimento em volume de negociações na BM&FBovespa, assim como a maior participação brasileira na economia internacional, surgem algumas iniciativas que consideramos intenções de transformar São Paulo em um centro bursátil latino-americano. Em 2004, a Associação Nacional de Bancos de Investimento e Desenvolvimento (ANBID), em conjunto com a BM&F e a Bovespa, à época separadas, a Caixa Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e, pouco depois, a Federação Brasileira de Bancos (Febraban), lançaram uma iniciativa de promoção do mercado de capitais, o BEST (Brazil: Excellence in Securities Transactions) (BRAIN, 2015a). O projeto, apoiado pelo Banco Central, pela CVM e pelo Tesouro Nacional, promoveu eventos de divulgação ao redor do mundo e “trabalhou para o aprimoramento operacional e regulatório do mercado brasileiro”.

Essa articulação entre órgãos regulatórios e entidades de mercado foi um passo inicial para que, em março de 2010, fosse criado o BRAiN — Brasil Investimentos & Negócios, com a “missão de articular e catalisar a consolidação do Brasil como um polo internacional de investimentos e negócios, com foco regional na América Latina, mas com projeção e conexões globais” (BRAIN, *op. cit.*). A iniciativa da BRAiN contou com a participação de diversos agentes do mercado de capitais: associações (ANBIMA, FEBRABAN, FECOMERCIO-SP), instituições bancárias (Santander, Votorantim, Bradesco, Citibank, HSBC, Itaú), instituições financeiras não-bancárias (BM&FBovespa e Cetip) e uma empresa de consultoria (Pricewaterhousecoopers). “A visão da BRAiN é consolidar o Brasil como um dos polos regionais de investimentos e negócios com conectividade global que, com os outros países da região, atue na criação de uma rede

regional fortalecida e mais conectada com o mundo”¹¹⁷ (BRAiN, 2015b). Com essa afirmativa, a iniciativa demonstra sua visão da competitividade mundial como uma meta a ser trilhada pela economia nacional.

As diversas iniciativas lançadas pela BM&FBovespa com intenções de aproximar-se de outras instituições latino-americanas não parecem, todavia, ter tido algum êxito em integrar, de fato, mercados tão distintos, algumas vezes com interesses conflitantes, e outras com desinteresse de uma ou ambas as partes em levar acordos adiante. A ligação com mercados maiores como o de Nova York, como já descrevemos, desperta muito maior atenção nos investidores, movimentando grandes volumes de negociações, bem maiores do que as conexões entre mercados de capitais de países vizinhos.

A BM&FBovespa possui, atualmente, escritórios em Nova York, Londres e Shanghai. O escritório de Nova York foi estabelecido em 1992, tanto para a Bovespa quanto para a BM&F, em um momento de internacionalização logo no início dos anos 1990 (LUQUET, 1995, p. 102). Já o escritório de Shanghai foi fruto de uma iniciativa da BM&F que, em 2004, inaugurou-o na presença de diversos representantes do mercado e da política. Realizou-se uma ampla divulgação do mercado de capitais brasileiro aos investidores chineses, no bojo da expansão das *commodities*, incluindo uma exposição, na forma de estandes, dos empreendimentos realizados, à época, em diversos estados brasileiros. Fez-se também um pleito ao governo chinês pela autorização dos negócios com empresas brasileiras, tendo em vista atrair capitais proveniente do crescimento econômico chinês com vistas à expansão do mercado de capitais nacional (BM&F, 2006, p. 298). Os escritórios, de operação reduzida, buscam principalmente manter representantes que facilitem aspectos burocráticos das negociações, além de manter um ponto de acesso a partir do qual as bolsas brasileiras poderiam realizar sua divulgação a esse mercado chinês, que se encontrava em plena expansão.

Se os anos 1990, como descrevemos, representaram um início de internacionalização e tentativas de integração regional através de pequenos acordos entre bolsas, os anos 2000 foram marcados pela presença dos mercados de *commodities* e

¹¹⁷ O BRAiN delinea os seguintes desdobramentos: melhoria das condições para a internacionalização de empresas; reforço da exportação de serviços; capacidade de formação e atração de talentos com experiência e nível internacionais; regionalização e reforço do sistema financeiro em todos os seus segmentos; estrutura moderna de transporte; maior destaque para o turismo de negócios.

derivativos, que fizeram a BM&FBovespa ligar-se muito mais às dinâmicas dos mercados estadunidense¹¹⁸ e chinês¹¹⁹. Junto com outras bolsas dos países BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), chegou a fazer uma iniciativa conjunta em sua 51ª reunião¹²⁰ para negociar a ideia de uma listagem cruzada de derivativos de índices de ações, incluindo discussões sobre o desenvolvimento de novos produtos comuns ao bloco.

Desde 2011, no entanto, a bolsa brasileira retomou seu foco na América Latina, como forma de contrabalançar a saída de diversos investidores pelo progressivo declínio das condições macroeconômicas e, por consequência, da avaliação de risco dos investimentos no país. Destacou-se uma diretoria exclusiva para essas relações e, a partir de então, formou-se uma nova frente de expansão da BM&FBovespa, que tem adquirido títulos acionários de bolsas da região em busca de representatividade nos respectivos Conselhos de Administração. Assim, adquiriu 4,1% da bolsa do México (um valor de R\$ 136 mi) em 2014, 8,3% da bolsa de Santiago (equivalente a R\$ 43,6 mi) e entrou em negociações para aquisição de parcela da bolsa colombiana como acionista minoritária. Os acordos realizados com as bolsas mais ativas internacionalmente da região fazem, assim, com que um novo cenário de participação entre as bolsas comece a se consolidar, com a BM&FBovespa anunciando explicitamente, em 2014, seus planos de maior atuação no mercado latino-americano.

¹¹⁸ A bolsa de São Paulo manteve, até 2015, uma pequena parcela de propriedade da *Chicago Mercantile Exchange* (CME), importante bolsa estadunidense de derivativos. Através disso, funcionava um acordo de listagem mútua que, no entanto, foi descontinuado, por falta de demanda pelo mercado brasileiro e altos custos de operação.

¹¹⁹ A BM&FBovespa tem ainda negociações em aberto com a *Shanghai Stock Exchange* desde 2011 para trocar informações e oportunidades de negócio.

¹²⁰ O evento contou com a representação das bolsas BM&FBovespa, MICEX (russa), National Stock Exchange of India, Bombay Stock Exchange, Hong Kong Stock Exchange e Johannesburg Stock Exchange.

Mapa 12. Procedência dos investidores estrangeiros registrados na Comissão de Valores Mobiliários (2016).

Elaboração própria com base em CVM (2016).

Para finalizar, examinamos a procedência dos investidores estrangeiros com atuação no mercado de ações brasileiro. A partir do mapa 12, podemos observar o país de localização de todos os investidores estrangeiros registrados na Comissão de Valores Mobiliários que, portanto, estão habilitados a investirem diretamente na BM&FBovespa. Observamos que os Estados Unidos são o país com mais investidores, atingindo um número de 8.202, seguido por Canadá, com 1.822. Isso demonstra, em primeiro lugar, a imensa primazia dos Estados Unidos em termos de investimentos internacionais no Brasil e, em segundo lugar, a conexão do mercado brasileiro com poderosos mercados acionários no próprio continente americano. Além disso, alguns dos maiores mercados possuem diversos investidores inscritos, como Reino Unido (1.261), Austrália (613), Japão (584) e Alemanha (384). Um fato basatante notável é a participação de investidores dispersos por vários dos países considerados, pela Receita Federal do Brasil, como paraísos fiscais¹²¹. São os casos das Ilhas Cayman (903) e das Ilhas Virgens Britânicas (118), que não

¹²¹ Com relação aos paraísos fiscais, retomamos Machado (1996) e questionamos acerca do papel das atividades ilícitas no mercado financeiro. A escolha de tais centros pelos investidores para alocar seus capitais demonstra uma preferência por fugir de taxas e regulamentos fiscais. Isso, por um lado, pode denotar investidores que se profissionalizam através da eliminação de barreiras, como taxas em cima de transações financeiras. Por outro lado, podem apontar para atividades como a lavagem de dinheiro, que pode resultar na aplicação em instrumentos financeiros em diversas partes do mundo, como forma de reproduzir o capital escapando de mecanismos de controle fiscal. Além disso, a localização de tais investidores nesses centros impede o reconhecimento do país de origem real dos capitais, que são apenas canalizados para esses países e territórios pelas razões burocráticas apresentadas.

possuem conexão comercial relevante com o Brasil para além dos privilégios fiscais. Os Estados Unidos representam 43,1% dos investidores estrangeiros; os paraísos fiscais, 8,45%; os países em que há regimes fiscais privilegiados contabilizam outros 11,3%. A América Latina, por outro lado, representa apenas 2,1% desses investidores, demonstrando a fraca integração entre os mercados e a pouca disponibilidade de investidores dos países vizinhos no mercado de capitais brasileiro.

A partir do observado, refletimos sobre as dificuldades de integração do mercado de títulos latino-americano, que com suas diversas situações financeiras acaba por priorizar a ligação com mercados de países centrais, onde há maior disponibilidade de investidores dispostos a realocar seus capitais em busca de diversificação de carteiras. Por um lado, há maior integração entre a operação dos diversos mercados financeiros, já que o número de investidores estrangeiros nas bolsas de valores aumentou, assim como o número de empresas que buscam listar-se em mercados internacionais¹²². Por outro, as bolsas latino-americanas ainda atuam bastante ligadas a seus mercados nacionais, e embora declarem suas intenções de interagir com os mercados da região, isso não se efetiva de maneira robusta.

Assim, podemos dizer que a BM&FBovespa, tornada referência como bolsa de valores internacional, tenta projetar-se como grande mercado de títulos latino-americano. Essa projeção, no entanto, é bastante relativa e significa mais uma superioridade em volume de negociações e investidores do que, de fato, uma relação integradora. A despeito disso, São Paulo é chamada pelos agentes do mercado de capitais a colocar-se como centro financeiro de peso com relação ao mundo, sua contemporaneidade estando ligada a esse papel de conexão com o capital estrangeiro. Essa conexão, no entanto, realiza-se quase sempre em função de poucas companhias, atendendo aos anseios de diversificação de investimentos de poucos investidores, munidos de grandes quantidades de capital no

¹²² A relação entre os investidores estrangeiros e os mercados nacionais supostamente traz maior convergência ao sistema financeiro mundial. Evaso (2006) buscou elucidar essa questão, realizando um estudo para averiguar se realmente há uma convergência no sistema financeiro mundial, buscando evidenciar simetrias nos índices mundiais relacionadas a algum grau de cooperação, com vistas a refletir sobre o processo de informatização dos mercados. Concluiu que as convergências entre os índices das diversas bolsas são, de maneira geral, ocasionais e alternantes, não sendo lineares ou evolutivos no sentido de uma correlação crescente entre mercados, que não tenderiam à homogeneização do ponto de vista de juros e retornos, mas à existência de diferenciais e desigualdades mutantes.

estrangeiro. Diferencia-se, portanto, de iniciativas de unidade econômica regional, e aproxima-se de uma criação de oportunidades para maior reprodução de capital por parte de fundos e investidores extremamente internacionalizados.

Consideramos, no entanto, que conforme Pasti (2010, p. 46), “a contemporaneidade de São Paulo é reveladora das formas como a globalização vem sendo produzida, a serviço de poucos agentes econômicos hegemônicos, de forma seletiva no território”. O autor aponta que o projeto de transformar São Paulo em um centro financeiro vai nesse mesmo sentido, acompanhando uma reorganização da metrópole paulistana voltada às funções financeiras, informacionais e corporativas sob um custo social muito alto.

Considerações finais

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A recente intensificação do papel das finanças nas relações econômicas faz com que as sociedades, subjugadas por crises econômicas sequenciais e pelo crescimento do risco que inúmeras e complexas transações diárias parecem trazer para os países, questionem a instalação da vida financeira nas mais diversas parcelas da instância social — a chamada financeirização. Das produções agrícolas à construção de imóveis urbanos, uma variedade de atividades econômicas vêm sendo incluídas no sistema financeiro como ativos negociáveis. Submetem-se, com isso, às variações do mercado de capitais que, formado por investidores que, com dinâmicas próprias, colocam e retiram capitais dos territórios conforme sua necessidade de obter maior rentabilidade.

Com a popularização dos investimentos e das aplicações, assim como com a maior atenção midiática dedicada às atividades financeiras, as variações de mercado passaram a ser acompanhadas cotidianamente por um grande número de pessoas, influenciando não apenas interpretações econômicas, mas também decisões políticas. A chamada inclusão financeira chega agora ao que consideramos as altas finanças, e pessoas de variadas faixas de renda acabam lançadas ao mercado financeiro, seja através das oportunidades de investimento em títulos oferecidas pelos bancos, seja por instrumentos como fundos de pensão, que acabam por conectar ao mercado o desempenho financeiro de pessoas que pouco o conhecem.

As companhias e os Estados recorrem cada vez mais ao mercado financeiro como alternativa de capitalização, tornando-se então passíveis de análise e avaliação por investidores e por agências que as categorizam conforme potenciais de investimentos e risco, valorizando-os ou desvalorizando-os. Isso tem consequências para sua capacidade de obter rendimentos, créditos e, por fim, para sua imagem perante a economia do país. Diante da popularização das diferentes modalidades de compra e venda de títulos, o mercado financeiro penetra na vida econômica e social do país, seus termos e jargões tornando-se de uso recorrente e descuidado pelos canais midiáticos. Torna-se urgente compreender as consequências desse aumento da participação dos nexos financeiros na vida social e dos fluxos econômicos no território.

A partir do que foi levantado ao longo da investigação, foi possível averiguar que as bolsas de valores, no Brasil, passaram de primitivas organizações de corretores no século

XIX para o formato de uma *holding*, monopolista, de capital aberto e autorregulada, que pauta-se pela competitividade, e que obtém seu lucro oferecendo uma ampla gama de serviços financeiros e informacionais a empresas e investidores, priorizando, assim, a atração de novos clientes ao mercado e o crescimento do número de investidores. A bolsa de São Paulo, nessa perspectiva, torna-se um símbolo da vida financeira do país, sendo um dos principais agentes de divulgação do mercado de capitais e uma das principais entradas dos círculos financeiros internacionais na economia brasileira.

Os investimentos estrangeiros que chegam ao Brasil parecem advir, conforme foi levantado, principalmente por meio das conexões com o mercado dos Estados Unidos. A bolsa de Nova York e os bancos de investimento estadunidenses concentram grande parte das empresas brasileiras listadas fora do país e o maior grupo de investidores estrangeiros na BM&FBovespa está registrado lá. Já as conexões com a América Latina parecem, ainda, bastante incipientes, inviabilizando, por enquanto, as possibilidades de uma integração financeira a nível regional ou uma atuação conjunta frente ao mercado financeiro internacional. Uma maior proximidade regional no sentido do compartilhamento da vida financeira poderia permitir uma maior afirmação em termos do desenvolvimento de normas e organizações de mercado conjuntas, que fizessem um intermédio entre as normas e padrões globais, os investidores internacionais e as bolsas e mercados nacionais.

Em escala global, o que observamos é um panorama no qual o mercado de bolsas sofre profundas transformações. Se no século XX houve um lento processo de fusão e centralização bursátil, observamos, na sequência das desmutualizações das instituições financeiras, a formação de conglomerados financeiros internacionais preparados para adquirir as bolsas nacionais, tornando-as instituições de controle estrangeiro pelas quais o mercado financeiro internacional pode penetrar nos territórios e explorar suas oportunidades de investimento. Conforme se consumam as aquisições de controle por parte dessas instituições internacionais, pode crescer a tensão entre os mecanismos de regulação financeira nacionais, cujo principal interesse é propiciar uma estabilidade de mercado que seja benéfica à economia do país, e os conglomerados financeiros, cuja meta é aumentar sua base de clientes, aos quais podem oferecer serviços em troca de altos retornos.

Em sua ascensão como única bolsa de valores em território nacional, a BM&FBovespa adquire também um caráter bastante internacionalizado, embasando seu

funcionamento na exposição de empresas brasileiras a investidores dentro e fora do país, agregando a oferta de serviços financeiros e informacionais e incluindo as mais diversas modalidades de investimentos. Essa dinâmica, como foi trabalhado ao longo da pesquisa, ocorre concomitantemente à formação de uma centralidade financeira em São Paulo. Essa metrópole, que passou por um processo histórico de intensa concentração econômica, atrai atualmente as empresas mais geradoras de valor, na medida em que buscam estar próximas aos serviços mais avançados, e ao passo que o meio técnico-científico-informacional se instala com grande força nessa cidade. Tal centralidade se dá, em especial, com relação às áreas consideradas integrantes do novo centro de negócios da cidade, que conta com diversos escritórios de serviços e edifícios inteligentes preparados para abrigar esses pontos de confluência de fluxos financeiros e informacionais, que são as sedes corporativas. De lá, saem decisões de reinvestimento de capitais para todo o território, valendo-se desses diversos serviços avançados de apoio que se aglomeram no entorno. Relacionadas ao processo de formação desses centros de negócios, emergem também questões sobre a especulação imobiliária e o papel da cidade na rede urbana nacional. Na medida em que é promovido com vistas principalmente à atração de grandes companhias internacionais, o projeto de tornar a metrópole um centro global de referência para o mercado atropela discussões sobre as funções urbanas e as desigualdades na rede urbana nacional.

Conforme nosso entendimento, São Paulo passa assim a atuar como principal ponto de conexão entre a economia nacional e o mercado financeiro internacional. A centralização das instituições que observamos, assim como a concentração dos agentes econômicos relacionados às finanças, representam um aprofundamento na desigualdade da distribuição da riqueza pelo território. São priorizadas as atividades que se localizam nas grandes metrópoles, e é para lá que os capitais são canalizados, com consequências diversas, que são importantes objetos a serem analisados nos estudos geográficos.

As metrópoles disponibilizam maior troca de informação entre os agentes e, em épocas de grandes incertezas, variações e crises de amplo alcance, permitem uma flexibilização maior das atividades econômicas, favorecendo um rápido redirecionamento dos capitais e uma rápida absorção das mudanças pelo setor de serviços avançados, permitindo-o atender a novas demandas. A partir delas, por meio de decisões de investimentos, incidem ações verticalizadas sobre o território nacional, e com isso o capital financeiro (tanto o nacional como o internacional) captura-o numa teia de relações

econômicas mundializadas. Isso não se dá sem que, no território, o capital financeiro finque suas raízes, equipando-o de instituições, técnicas e normas. É por isso que dizemos, como trabalhado no capítulo 1, que o território também age como norma, impondo-se na medida em que agentes que movimentam fluxos financeiros funcionam sob regulações nacionais, estaduais e municipais, agem de acordo com as redes técnicas disponíveis e beneficiam-se do contato com os demais agentes dos lugares que ocupam.

Estabelecem-se, assim, relações espaciais que derivam da divisão territorial do trabalho e que têm sua influência na configuração das redes urbanas, na valorização e desvalorização de regiões e cidades. Atualmente, parece ser possível falar de um processo de recolhimento e distribuição de informações em escala nacional, movimentado pelos agentes do mercado financeiro e dado por meio das redes técnicas disponíveis, o que nos permite falar em um movimento dialético de concentração e difusão pelo território dos agentes econômicos relacionados às finanças. Seus fixos se concentram, posto que, aproximando-se, possibilitam os benefícios da proximidade entre os serviços avançados e seus clientes. Seus fluxos, porém, difundem-se por todo o território, alcançando potenciais investidores dispersos para fazer circular seus capitais. A compreensão dessa dinâmica e dessa base territorial do mercado financeiro que foram examinadas ao longo do trabalho é fundamental para evitar a avaliação de que eliminam-se as distâncias, os lugares e as fronteiras. O mercado financeiro, longe de ignorar tais dimensões, faz uso delas, levando ao estabelecimento de pontos onde se concentram o capital, as tomadas de decisão e até mesmo o poder político.

A BM&FBovespa é parte fundamental do aprofundamento das relações financeiras no território brasileiro, na medida em que toma um protagonismo central na difusão ideológica do mercado financeiro na economia nacional. Seu estabelecimento foi resultado de um processo histórico e geográfico de mobilização de capitais, de uma disputa entre centros urbanos pela centralidade financeira e de pressões de setores internos e externos às atividades financeiras para que diversas mudanças normativas fossem sendo estipuladas, chegando-se à conformação do sistema financeiro atual.

O mercado financeiro é, por fim, resultado de uma série de disputas externas — relacionadas aos demais mercados, ao Estado e à sociedade — e internas — relativas às diferentes perspectivas de reprodução do capital — que estão relacionadas ao uso de diversos mecanismos e instrumentos de valorização dependentes de um ou de outro projeto econômico, regulatório e social. É fundamental, a partir disso, lançar bases para o

entendimento do uso corporativo do território aliado às inconstâncias do mercado financeiro, que tem sua origem no âmago das instituições financeiras internacionais, mas se expressa na revalorização dos lugares e nas alterações da vida social e política.

Referências bibliográficas

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGGARWAL, Reena. *Demutualization and corporate governance of stock exchanges*. Georgetown University. Washington, 2002.
- AGLIETTA, Michel [1976]. *Regulación y crisis del capitalismo*. México: Siglo XXI, 1979.
- AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André. *A Violência da Moeda*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1990.
- ALVES, Caio Zarino Jorge. *A topologia dos bancos de investimento no Brasil: primazia urbana e formação do complexo corporativo metropolitano de São Paulo*. Dissertação (Mestrado em Geografia Humana) — Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas — Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.
- ANTAS JR, Ricardo Mendes. *Território e regulação: espaço geográfico, fonte material e não-formal do direito*. São Paulo: Humanitas, 2005.
- ARRIGHI, Giovanni [1994]. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. 5ª ed. São Paulo: Contraponto, 2006.
- ARROYO, Mónica. *O Mercosul além da integração comercial: as estratégias empresariais argentinas e brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Integração da América Latina) — Universidade de São Paulo. São Paulo, 1997.
- _____. A vulnerabilidade dos territórios nacionais latino-americanos: o papel das finanças. In: _____. LEMOS, A. I. G.; SILVEIRA, M. L. (org.). *Questões territoriais na América Latina*. Buenos Aires: Clacso, 2006.
- ARRUDA, José J. N. *A florescência tardia: bolsa de valores de São Paulo e mercado global de capitais (1989 — 2000)*. Tese (Doutorado em História Econômica) — Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.
- ANCORD — ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE VALORES. *Carta da ANCORD*. Ano 2, n. 11, set./out. 2012.

- ANNA — ASSOCIATION OF NATIONAL NUMBERING AGENCIES. BM&FBovespa: company profile, 2016. Disponível em: http://www.anna-web.org/wp-content/uploads/2015/12/BR_Company_Profile_0116.pdf. Último acesso em: 20/06/2016.
- ATS BRASIL. *Americas Trading System Brasil*. Disponível em: <www.atsbr.com>. Acesso em: 30/11/2014.
- AZEVEDO, Elizabeth. *Nova sede BM&F: a praça e sua história*. São Paulo: Editoria DbA, 1999.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Glossário* do Banco Central. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?idioma=P>. Último acesso em: 20 de março de 2015.
- BARCELLOS, Martha. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores no país*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010.
- BENKO, Georges. *Economia, espaço e globalização na aurora do século XXI*. São Paulo: Hucitec, 1999.
- _____. Mundialização da economia, metropolização do mundo. *Revista do Departamento de Geografia*, v. 15, 2002.
- BEN-DAVID, Yahel; HASAN, Shaddi; PEARCE, Paul. Location matters: limitations of global-scale datacenters. *Technical report*, 2012.
- BETEILLE, Roger. La revolution boursière internationale. *L'information géographique*, vol. 55, n. 1. Paris: Armand Colin, 1991.
- BEZERRA, Alexander. *O mercado de ações cearense: a resistência das grandes empresas à abertura do capital*. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) — Universidade de Fortaleza. Fortaleza, 2009.
- BM&F. *BM&F 20 anos: a história da estabilização da economia brasileira*. São Paulo: 2006.

- BMF&BOVESPA. *Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros de São Paulo* — Participantes de negociação. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/participantes/participantes-de-negociacao/. Último acesso em: 20 de junho de 2015a.
- _____. *Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros de São Paulo* — Relatório anual 2015b. Disponível em: http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/2736/RA2015_PT.pdf.
- _____. *Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros de São Paulo* — Relações com investidores. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/>. Último acesso em: 20 de junho de 2016a.
- _____. *Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros de São Paulo*. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Último acesso em: 20/06/2016b.
- _____. *Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros de São Paulo* — Apresentação Mensal BM&FBovespa — Diretoria de relações com investidores — Maio 2016. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/2147/Apresentao%20Mensal%20BVMF%20-%20Maio%202016..pdf>. Último acesso em: 20 de junho de 2016c.
- _____. *Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros de São Paulo* — Segmentos de listagem. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/. Último acesso em: 20 de junho de 2016d.
- BOLAÑO, Cesar Ricardo Siqueira. *Capital, Estado, indústria cultural*. Tese (Doutorado em Economia) — Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 1993.
- BOVESPA. *Uma história centenária/A centennial history*. São Paulo: Bovespa, 1989.
- _____. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. São Paulo: Bovespa, 2005.
- BOYER, Robert [1986]. *A teoria da regulação: uma análise crítica*. São Paulo: Nobel, 1990.
- BRAIN. Sobre a BRAiN. Disponível em: <http://www.brainbrasil.org.br/sobre-brain/lan/br>. Último acesso em: 10 de março de 2015a.

- _____. Brasil como polo. Disponível em: <http://www.brainbrasil.org.br/brasil-como-polo/lan/br>. Último acesso em: 10 de março de 2015b.
- BRANDÃO, Ignácio Loyola. *Bolsa de Valores de São Paulo: 110 anos*. São Paulo: Editora Dbá, 1999.
- BRAUDEL, Fernand. *A dinâmica do capitalismo*. Rio de Janeiro: Rocco, 1987.
- _____. [1979]. *Civilização material, economia e capitalismo — séculos XV-XVIII — Volume 2: os jogos das trocas*. São Paulo: Martins Fontes, 2005.
- BRUNI, Adriano. Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001. e Tese (Doutorado em Administração) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade — Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.
- BRYSON, John; DANIELS, Peter; WARF, Barney. *Service worlds: people, organisations, technologies*. Londres/Nova York: Routledge, 2011.
- BUSCARINI, Rodolfo. Financiamento de longo prazo no Brasil. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) — Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2012.
- CADENA, Idalia. La bolsa de valores, instrumento de concentración del capital. *Revista Mexicana de Sociología*, vol. 42, n. 4, 1980.
- CALABRÓ, Luiz Felipe. *Teoria palco-platéia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) — Faculdade de Direito — Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.
- CARVALHO, A. Gledson. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil — a experiência dos anos 90. *Economia Aplicada*, vol. 4, n. 3. São Paulo: 2000. p. 595-632.
- CARVALHO, Diego. As causas da desmutualização das bolsas de valores. Trabalho de conclusão de curso (Especialização em Mercado de Capitais) — Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2010.

- CARVALHO, Ney. *Companhias abertas no Brasil: uma História*. Rio de Janeiro: Arte & História, 2012.
- CETINA, Karin Knorr; BRUEGGER, Urs. Global microstructures: the virtual societies of financial markets. *American Journal of Sociology*, v. 107, n. 4, jan. 2002.
- CETINA, Karin Knorr. How are global markets global? The architecture of a flow world. In: CETINA, K. K.; PREDA, A. *The sociology of financial markets*. Oxford: Oxford University Press, 2005.
- CHESNAIS, François. Introdução. In: _____ (org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- _____. *Tobin or not Tobin?* Por que tributar o capital financeiro internacional em apoio aos cidadãos. São Paulo: UNESP, 1999. 79p.
- _____. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: _____ (Org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Xamã, 2005.
- CLAVAL, Paul. *Géographie générale des marchés*. Paris: Les Belles Lettres, 1962.
- COFFEE JR., John C. *Gatekeepers — The professions and corporate governance*. Oxford, 2006, p. 2.
- CONTEL, Fabio. *Território e finanças: técnicas, normas e topologias bancárias no Brasil*. Tese (Doutorado em Geografia Humana) — Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas — Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.
- _____. Espaço geográfico, sistema bancário e a hipercapilaridade do crédito no Brasil. *Caderno CRH*, v. 22, n. 55, p. 119-134. Salvador, 2009.
- _____. A internalização da categoria “informação” na geografia econômica: da teoria da localização à escola de geografia sueca. In: VIDEIRA, S. L.; COSTA, P. A.; FAJARDO, S. (Org.). *Geografia econômica: (re)leituras contemporâneas*. 1 ed. Rio de Janeiro: Letra Capital, 2011.
- CORDEIRO, Helena K. *O centro da metrópole paulistana: expansão recente*. Instituto de Geografia — Universidade de São Paulo. São Paulo, 1980.

- _____. A “cidade mundial” de São Paulo e a recente expansão do seu centro metropolitano. *Revista Brasileira de Geografia*, v. 54, n. 3. Rio de Janeiro: IBGE, 1992.
- CORREA, Roberto Lobato. Concentração bancária e os centros de gestão do território. *Revista Brasileira de Geografia*, v. 51, n. 2, p. 17-32. Rio de Janeiro: IBGE, 1989.
- _____. O estudo da rede urbana: uma proposição metodológica. In: CORREA, R. L. Estudos sobre a rede urbana. São Paulo: Bertrand Brasil, 2006.
- COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa oficial do estado, 2006.
- COSTA E SILVA, Luiz Eduardo. O mercado de ações no Brasil: determinantes da expansão recente. Dissertação (Mestrado em Economia) — Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2007.
- COUYOUMDJIAN, Juan Ricardo. *Historia de la bolsa de comercio de Santiago 1893-1993: un siglo del mercado de valores en Chile*. Santiago: Bolsa de Comercio de Santiago, 1993.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários — Cadastro Geral de Regulados. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?CadGeral>. Último acesso em: 20 de dezembro de 2015.
- DANIELS, Peter. Producer services and the development of the space economy. In: DANIELS, P.; MOULAERT, F. *The changing geography of advanced producer services: theoretical and empirical perspectives*. Londres/Nova York: Belhaven Press, 1991.
- DELTEC. *Os mercados de capitais do Brasil*. Mexico: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1968.
- DIAS, Ana Valério Carneiro; ZILBOVICIUS, Mauro. Trabalho e criação de valor: financeirização da produção e novas formas de organização do trabalho. In: MONDADORE, Carletto et al (org.). *Sociologia econômica e das finanças: um projeto em construção*. São Carlos: EdUFSCar, 2009. 380 p.

- DIAS, Leila. Redes: emergência e organização. In: CASTRO, I. E; GOMES, P. C. C.; CORREA, R. L. (org.). *Geografia: conceitos e temas*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1995.
- DICKEN, Peter. *Global shift: mapping the changing contours of the world*. 6ª ed. Nova York: The Guilford Press, 2010.
- DOLLFUS, Olivier. L'espace financier et monétaire mondial. *L'Espace Géographique*, n. 2, p. 97-102, 1993.
- DONADONE, J. C. *Os hunos já chegaram: dinâmica organizacional, difusão de conceitos gerenciais e a atuação das consultorias*. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) — Departamento de Engenharia de Produção. Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- DUTRA, Marcos. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) — Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.
- EURONEXT. Euronext. Disponível em: <www.euronext.com>. Acesso em: 30 de novembro de 2014.
- FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25. 1970. Pp. 383-417.
- FIAB. Federación Iberoamericana de Bolsas: Anuário 2016. Disponível em: <http://www.fiabnet.org/anuarios/Anuar-16web.pdf>. Último acesso em: 10 de junho de 2016a.
- _____. Federación Iberoamericana de Bolsas: links a las bolsas. Disponível em: http://www.fiabnet.org/es/contenido.asp?id_categoria=37. Último acesso em: 10 de março de 2016b.
- FIX, Mariana. *São Paulo, cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem*. São Paulo: Boitempo, 2007.
- FONSECA, Herculano. *As instituições financeiras do Brasil*. Rio de Janeiro: Crown — Editores Internacionais, 1970.

- FRIEDMANN, John. The World City hypothesis. *Development and Change*, vol. 17. Londres: SAGE, 1986.
- GALUPPO, Ricardo. *O road show não pode parar: desmutualização e IPO da Bovespa*. São Paulo: Cultura, 2009.
- GOMES, Maurício Valongo. *O impulso ao mercado de capitais no Brasil: uma avaliação do novo mercado da BOVESPA sob a perspectiva institucionalista*. Dissertação (Mestrado em Economia) — Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2009.
- GONÇALVES, Reinaldo. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: R. Baumann (Org.). *O Brasil e a economia global*. São Paulo: Campus, 1996.
- GORZ, André [1997]. *Miséria do presente, riqueza do possível*. São Paulo: Annablume, 2004.
- _____. *O imaterial: conhecimento, valor e capital*. São Paulo: Anablume, w2005.
- GOTTMANN, Jean. *Les marchés des matières premières*. Paris: A. Colin, 1957.
- _____. [1975]. A evolução do conceito de território. *Boletim Campineiro de Geografia*, v. 2, n. 3, 2012.
- GRINBLATT, Mark; KELOHARJU, Matti. How distance, language and culture influence stockholdings and trades. *The Journal of Finance*, v. 56, n. 3, 2001.
- HAESBAERT, Rogério. O mito da desterritorialização econômica. *GEOgraphia*, v. 6, n. 12. Rio de Janeiro: UFF, 2004.
- HÄGERSTRAND, Torsten [1953]. *Innovation diffusion as a spatial process*. Chicago/Londres: The University of Chicago Press, 1967.
- HALL, Peter. *The world cities*. Londres: World University Library, 1966.
- _____. Global city-regions in the Twenty-first Century. In: SCOTT, Allen J. *Global city-regions: trends, theory, policy*. Nova York: Oxford, 2004.

- HAMOUR, El-Waleed. Possible methods for establishing the Islamic stock exchange and clearing union. *Journal of economic cooperation*, n. 22, vol. 4, 2001.
- HANLEY, Anne. A bolsa de valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917. *História Econômica & História de Empresas IV*, I. 2001. Pp. 115-142.
- HARVEY, David [1989]. *A condição pós-moderna*. São Paulo: Edições Loyola, 1994.
- _____. [1975]. *A produção capitalista do espaço*. São Paulo: Annablume, 2005.
- _____. *O enigma do capital*. São Paulo: Boitempo, 2011.
- HILFERDING, Rudolf [1910]. *O capital financeiro*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- HORI, Caio. *Reestruturação nas bolsas de valores: desmutualização e outras mudanças*. Dissertação (Mestrado em Economia Política) — Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2010.
- IBGE. *Região de Influência das Cidades 2007*. Rio de Janeiro, 2008.
- IBMEC. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — Plano de Mercado de Capitais. Disponível em: <http://ibmec.org.br/index.php/plano-diretor/>. Último acesso em: 15 de março de 2015.
- ICE. *Intercontinental Exchange*. Disponível em: <www.theice.com>. Acesso em: 30/11/2014.
- IIMV – INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADOS DE VALORES. *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*. v. 43, 2014.
- IIMV – INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADOS DE VALORES. *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*. v. 46, 2016.
- IOSCO. *International Organisation of Securities Comissions*. Disponível em: <www.iosco.org>. Acesso em: 30/11/2014.
- ISNARD, Hildebert. *O espaço geográfico*. Coimbra: Livraria Almedina, 1982.
- J. P. MORGAN. *Depositary Receipt Market Activity*. Disponível em: <https://www.adr.com/Investors/Markets>. Último acesso em: 10 de março de 2015.

- JEFFERSON, Mark. The law of the primate city. *Geographical Review*, v. 29, n. 2. 1939.
- KERR, Donald P. Some aspects of the Geography of Finance in Canada. *The Canadian Geographer*, vol. 9, 1965. Pp. 1975-92.
- KON, Anita. A internacionalização dos serviços. *Revista de Administração de Empresas*, v. 39, n. 1. São Paulo, 1999.
- KOWARICK, Lucio; CAMPANARIO, Milton. São Paulo: The price of world city status. *Development and Change*, vol. 17. London: SAGE, 1986.
- LABASSE, Jean. *Les capitaux et la région: essai d'une géographie de la fortune*. Paris: A. Colin, 1955.
- _____. *L'espace financier*. Paris: Armand Collin, 1974.
- LANGDALE, John. Electronic funds transfer and the internationalisation of the banking and finance industry. *Geoforum*, v. 16, n. 1, 1985.
- LATOUR, Bruno. *Ciência em ação: como seguir cientistas e engenheiros sociedade afora*. São Paulo: Editora UNESP, 2000.
- LAULAJAINEN, Risto. *Financial Geography: a banker's view*. Londres e Nova York: Routledge, 2005.
- LEBARON, Frédéric. Mundialização financeira ou imposição do modelo financeiro norte-americano? In: JARDIM, M. A. C. (Org.). *A natureza social das finanças: fundos de pensão, sindicalistas e recomposição das elites*. Bauru: EDUSC, 2011.
- LEITE, Karla; REIS, Marcos. O Acordo de Capitais de Basiléia III: mais do mesmo? *Revista Economia*, jan/abr 2013.
- LEITE, Marcelo Pires. *A BM&F Bovespa: a construção de um mercado nacional de bolsas de valores, mercadorias e de futuros no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas) — Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011.
- LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

- LEWIS, Michael. *Flash Boys: a Wall Street revolt*. New York: W. W. Norton & Company, 2014.
- LOJKINE, Jean. *A revolução informacional*. 3ª ed. São Paulo: Cortez, 2002.
- LOLLETT, Carlos Miguel. *La Bolsa de Comercio de Caracas*. Caracas, 1964.
- LOPES, João; ROSSETTI, José. *Moeda e Bancos: uma introdução*. São Paulo: Atlas, 1983.
- LOURENÇO, André. Semiperiferia: uma hipótese em discussão. *Economia e Sociedade*, Campinas, 2005.
- LUQUET, Mara. *Bolsa de Mercadorias e Futuros: os primeiros dez anos*. São Paulo: Prêmio Editorial, 1995.
- MACHADO, Lia Osório. O comercio ilícito de drogas e a geografia da integração financeira uma simbiose? In: CASTRO, Iná Elias et al. (orgs.). *Brasil: questões atuais da reorganização do território*. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1996.
- MALIN, A. B. Economia e política de informação : novas visões da história. *São Paulo em Perspectiva*, v. 8, n.4, p. 9.18, out./dez. 1994.
- MARTIN, Ron. The new economic geography of money. In: MARTIN, R. L. (org.). *Money and the space economy*. Chichester: Wiley, 1999.
- MARTIN, Ron; KLAGGE, Britta. Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets? *Journal of Economic Geography*, n. 5, 2005.
- MARTINELLI, F. Producer services' location and regional development. In: DANIELS, P.; MOULAERT, F. *The changing geography of advanced producer services: theoretical and empirical perspectives*. Londres/Nova York: Belhaven Press, 1991.
- MARTINS, Aline. Moeda e Estado: a inclusão do poder soberano nas questões monetários. In: *IX ENCONTRO DA ABCP*. Brasília, 2014.
- MARX, Karl [1867]. *O Capital* — livro I. São Paulo: Nova Cultural, 1985a.
- ____ [1894]. *O Capital* — livro 3. São Paulo: Nova Cultural, 1985b.

- MIFANO, Gilberto. *O novo plano diretor e o mercado de capitais brasileiro*. In: ROCCA, Carlos Antonio (org.). *O novo plano diretor do mercado de capitais: enfrentando com maturidade os desafios da crise*. Rio de Janeiro: Elsevier/Ibmec, 2009.
- MILA. Mercado Integrado Lationamericano: quienes somos. Disponível em: <http://www.mercadomila.com/QuienesSomos>. Último acesso em: 10 de março de 2015.
- MONBEIG, Pierre. *Novos estudos de geografia humana brasileira*. São Paulo: Difel, 1957.
- MONTE CARMELLO, Milton Huppert. *A Bolsa de Valores de São Paulo: um estudo de suas origens, evolução e perspectivas de integração no mercado de valores globalizado*. Tese (Doutorado em Administração) — Escola de Administração e Economia de São Paulo/Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 1997.
- NODA, Margareth. *Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado em Direito) — Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.
- OLIVEIRA, Jose Junior de. *O novo mercado da BM&FBovespa e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) — Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2009.
- PAMBOUKDJAN, Lucy. *Iniciativas de integração e consolidação de bolsas: a experiência europeia e norte-americana e os efeitos na América Latina*. Dissertação (Mestrado em Economia) — Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006.
- PASTI, André. *São Paulo, o mercado de capitais e o circuito da informação financeira*. Monografia (Bacharelado em Geografia) — Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2010.
- PASTI, André; SILVA, Adriana. *O mercado de capitais e os círculos de informações financeiras no território brasileiro*. *Confins — Revista Franco-brasileira de Geografia*, n. 19. 2010.
- PAULANI, Leda. *Quando o Medo vence a Esperança: um balanço da política econômica do primeiro ano do governo Lula*. *Crítica Marxista*, n. 19, 2004.

- _____. *Brasil Delivery*. São Paulo: Boitempo, 2008.
- PEREIRA, Evelyn Arruda. A nova psicossfera empresarial na globalização: questões sobre as ações sociais empresariais no território brasileiro. *GeoUSP*, n. 34. São Paulo, 2013.
- PILAGALLO, Oscar. *A bolsa na estrada* – a história da campanha para popularizar o mercado de ações. São Paulo: Bovespa, 2004.
- PINHEIRO, Vinicius. Bolsas mantêm planos para o Brasil. *Valor Econômico*, São Paulo, 27 de agosto de 2013.
- _____. Cetip descarta plano de se tornar bolsa. *Valor Econômico*, São Paulo, 03 de fevereiro de 2014a.
- _____. Bolsa levará sistema de negociação para novo data center em 2015. *Valor Econômico*, São Paulo, 19 de março de 2014b.
- _____. Concorrente da BM&F volta a captar. *Valor Econômico*, São Paulo, 02 de junho de 2014c.
- PLIHON, Dominique. *Le nouveau capitalisme*. Paris: La Découverte, 2003.
- PRED, Allan. *Sistemas de cidades em economias adiantadas*. Rio de Janeiro: Zahar, 1979.
- PORAT, Marc. *The information economy: definition and measurement*. Tese de doutorado. U.S. Dept. of Commerce, Office of Telecommunications. 1977.
- PORTAL DO INVESTIDOR. *Estrutura do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Investidor_Estrangeiro/o_mercado_de_valores_brasileiros/Estrutura_Funcionamento.html. Último acesso em: 20 de março de 2015.
- PORTEOUS, David. The development of financial centres: location, information, externalities and the path dependence. In: MARTIN, R. L. (org.). *Money and the space economy*. Chichester: Wiley, 1999.
- POZZEBOM, Fabio. Bovespa recebe sinal verde para nova estrutura de corretoras. *Exame*, 08 de agosto de 2014. Disponível em:

<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/bovespa-recebe-sinal-verde-para-nova-estrutura-de-corretoras>. Último acesso em: 20 de março de 2015.

RAFFESTIN, Claude [1980]. *Por uma geografia do poder*. São Paulo: Ática, 1993.

REUTERS. *ATS pede que Cade abra inquérito contra BM&FBovespa por prática anticoncorrencial*. 8 de abril de 2016. Disponível em: <http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRKCN0X52O8>.

RIZÉRIO, Lara. Concorrente da Bovespa? Pezão se empenha para que Rio volte a ter Bolsa. *Infomoney*, 28 de janeiro de 2015. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/3831226/concorrente-bovespa-peza-empenha-para-que-rio-volte-ter-bolsa>.

ROCHEFORT, Michel. *Redes e sistemas: ensinando sobre o urbano e a região*. São Paulo: Hucited, 1998.

RODRIGUES, Ana Carolina. *A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil*. Revista Jurídica da Presidência, v. 14, n. 103, jun/set 2012. Brasília, 2012. P. 405-427.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de Capitais*. 4ª ed. Comissão Nacional de Bolsas de Valores. Belo Horizonte, 1998.

SANDRONI, Paulo (org.). *Novíssimo dicionário de economia*. São Paulo: Circulo do Livro e Editora Best Seller, 1999.

SANTOS, Milton. Sociedade e espaço: a formação social como teoria e como método. *Boletim Paulista de Geografia*, São Paulo, n 54, p. 35-59, 1977.

_____. Espaço e Dominação. In: *Seleção de Textos da AGB-SP*, n. 4. São Paulo: AGB-SP, 1978.

_____. O retorno do território. In: _____. SOUZA, Maria Adélia; SILVEIRA, Maria Laura (org.). *Território: globalização e fragmentação*. São Paulo: Hutitec/Anpur, 1994. pp. 15-20.

_____. [1994]. *Técnica, espaço, tempo: globalização e meio técnico-científico-informacional*. São Paulo: Edusp, 2008.

_____. [1978]. *Metrópole corporativa fragmentada*. São Paulo: Edusp, 2009a.

_____. [1994]. *Por uma economia política da cidade*. São Paulo: Edusp, 2009b.

_____. [1996]. *A natureza do espaço: técnica e tempo, razão e emoção*. São Paulo: Edusp, 2009c.

_____. [2000]. *Por uma outra globalização: do pensamento único à consciência universal*. São Paulo: Record, 2009d.

SANTOS, Milton; SILVEIRA, María Laura [2001]. *O Brasil: território e sociedade no início do século XXI*. São Paulo: Record, 2006.

SASSEN, Saskia. *The Global City*. Princeton, NJ: Princeton University, 1991.

_____. The embeddedness of electronic markets: the case of global capital markets. In: CETINA, K. K.; PREDA, A. (eds.). *The sociology of financial markets*. Oxford: Oxford University Press, 2005.

_____. Las redes digitales, la autoridade estatal y la política. In: _____. *Território, autoridade y derechos: de los ensamblajes medievales a los ensamblajes globales*. Buenos Aires: Katz Editores, 2010.

SHACHAR, Ariel. A cidade mundial e sua articulação ao sistema econômico global. In: BECKER, B. K., HAESBAERT, R.; SILVEIRA, C. (orgs.). *Abordagens Políticas da Espacialidade*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1983.

SILVA, Adriana M. Bernardes. *A contemporaneidade de São Paulo: produção de informações e novo uso do território brasileiro*. Tese (Doutorado em Geografia Humana) — Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

SILVEIRA, Maria Laura. *Um país, uma região: fim de século e modernidades na Argentina*. São Paulo: Fapesp/Laboplan, 1999.

- _____. Território usado: dinâmicas de especialização, dinâmicas de diversidade. *Ciência Geográfica*, v. 15, n. 1. Bauru, 2011.
- STEDA, Melissa M. V. *Políticas do Estado e políticas das empresas: um estudo sobre a internet de banda larga no Brasil*. Monografia (Bacharelado em Geografia) — Instituto de Geociências — Universidade Estadual de Campinas. Campinas (SP), 2012.
- STRANGE, Susan. *Casino capitalism*. Oxford: Basil Blackwell, 1986.
- SWYNGEDOUW, Eric. La reconstruction de la chorégraphie espace/temps de la monnaie mondiale. *Espaces et Sociétés*, n. 88/89, 1997.
- TAUNAY, Visconde de. *O Encilhamento: cenas contemporâneas da Bolsa do Rio de Janeiro em 1890, 1891 e 1892*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Edições Melhoramentos, 1893.
- TEIXEIRA, Rodrigo. Dependência, desenvolvimento e dominância financeira: a economia brasileira e o capitalismo mundial. Tese (Doutorado em Teoria Econômica) — Instituto de Economia — Universidade Estadual de Campinas. São Paulo: 2007.
- TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, v. 4, n. 3-4, 1978. Pp. 153-159.
- TOMELIN, Mário. *O quaternário: seu espaço e poder*. Brasília: Quiosque Cultural, 1988.
- VALLAUX, Camille. *El suelo y el Estado*. Madrid: Daniel Jorro Editor, 1914.
- VALOR ECONÔMICO. *CVM nega pedido de criação de bolsa da ATS*. 29 de abril de 2016. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4543413/cvm-nega-pedido-de-criacao-de-bolsa-da-ats>.
- VELTZ, Pierre. *Mundialización, ciudades y territorios: la economía de archipelago*. Barcelona: Editorial Ariel, 1999.
- VERGUEIRO, Carlos. As bolsas de valores como um fenômeno commercial. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, vol. 98. São Paulo, 2003.

- WALLERSTEIN, Immanuel. *The politics of the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1984.
- WARF, Barney. Telecommunications and the globalization of financial services. *The Professional Geographer*, v. 41, n. 3. Londres, 1989. pp. 257-271.
- _____. Embodied information, actor-networks, and global value-added services. In: BRYSON J.; DANIELS, P. (Org.). *The Handbook of Service Industries*. Londres: Edward Elgar, 2007.
- WFE. *World Federation of Exchanges*. Disponível em: <www.world-exchanges.org>. Último acesso em: 01 de março de 2015.
- WÓJCIK, Dariusz. Financial centre bias in primary equity markets. *Cambridge Journal of Regions, Economic and Society*, v. 2, n.2, 2009a. pp. 193-209
- _____. Geography of stock markets. *Geography Compass*, v. 3 (4). 2009b. pp. 1499-1514.
- WÓJCIK, Dariusz; BURGER, Csaba. Listing BRICs: stock issuers from Brazil, Russia, India and China in New York, London and Luxembourg. *Economic geography*, v. 86, n. 3, 2010. pp. 275-296.
- XAVIER, Sandra. *Os mercados acionários do Brasil e da Argentina: desenvolvimento na década de 90 e perspectivas*. Dissertação (Mestrado em Integração da América Latina) — Universidade de São Paulo. São Paulo, 1996.