

A MORTE DO PREGÃO

Alexandre Atherino^()*
*Almir Ferreira de Sousa^(**)*

RESUMO

Este trabalho trata do mercado de ações e do seu papel no processo de capitalização das empresas, constituindo-se verdadeira alavanca do desenvolvimento econômico de uma nação. Nesse mercado a empresa pode captar recursos de capital com prazo indeterminado, sem ter a obrigação de pagar juros e resgatar uma dívida. Para tanto, é fundamental existir um mercado secundário para seus papéis, proporcionando liquidez, de modo a viabilizar a colocação primária. Este lugar é chamado de Pregão, lugar onde os compradores e vendedores se encontram, através de seus representantes, com o objetivo de realizar transações com ações. Uma nova forma de negociação, mais moderna, mais rápida e eficiente tem tido um crescimento acelerado nos últimos tempos – a negociação eletrônica. Percebe-se, a troca de um sistema pelo outro em quase todas as Bolsas de Valores e de Futuros do mundo, o que provavelmente acarretará A Morte do Pregão – objeto de nossa discussão no presente trabalho.

^(*) Engenheiro, Especialista em Mercado de Ações. Concluindo o MBA – Finanças no programa Fundação Instituto de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. E-mail: alex@doria.com.br.

^(**) Professor Doutor do Departamento de Administração da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo. E-mail: abrolhos@usp.br.

INTRODUÇÃO

Talvez, a maior preocupação dos profissionais da área financeira das empresas seja a captação de recursos, que pode assumir diversas formas. Entre elas, há uma bastante peculiar: a captação através do mercado de ações. Neste mercado a empresa pode captar recursos de capital com prazo indeterminado, sem ter a obrigação de pagar juros e resgatar uma dívida. Para tanto, é fundamental existir um mercado secundário para seus papéis, proporcionando liquidez, de modo a viabilizar a colocação primária. Por sua vez, um local apropriado para negociar as ações das empresas é condição necessária para o mercado de ações cumprir seu papel de alavanca do desenvolvimento econômico de uma nação. Este lugar é chamado de Pregão, lugar onde os compradores e vendedores se encontram, através de seus representantes, com o objetivo de realizar transações com ações. Porém, o pregão tradicional, que existe desde a antiguidade, onde se realizam negócios através de gritos e gestos, pode estar com seus dias contados. Uma nova forma de negociação, mais moderna, mais rápida e eficiente tem tido um crescimento acelerado nos últimos tempos - a negociação eletrônica. Percebe-se, a troca de um sistema pelo outro em quase todas as Bolsas de Valores e de Futuros do mundo, o que provavelmente acarretará A Morte do Pregão - objeto de nossa discussão no presente trabalho.

O Mercado de Ações

Este mercado surgiu quando o mercado de crédito deixou de ser suficiente para garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas, especialmente em termos de prazo e custo, para a atividade produtiva.

Em um país capitalista, normalmente os projetos de investimentos são executados pela iniciativa privada. Os empresários, em um primeiro momento, complementam seus capitais próprios com empréstimos concedidos pelos bancos ou outros agentes econômicos. Porém, com o crescimento da empresa, chega o momento em que a relação entre o capital de terceiros e o próprio torna-se tão elevada que os credores aumentam a

taxa de juros, pois o risco aumentou, podendo até deixar de emprestar.

Neste momento, a solução é aumentar a quantidade de sócios, captando a quantidade necessária de recursos, junto à comunidade, investido sem a obrigatoriedade de resgate, ou seja, uma fonte permanente de capital. A partir deste ponto, a empresa passa a ter, novamente, condições de conseguir novos empréstimos. Mas é evidente que, conforme a empresa e sua necessidade de capital crescem, aumenta a dificuldade de se conseguir novos sócios dentro da sua comunidade. Mas se a empresa for lucrativa e aqueles que possuem ações poderem contar com participação nos seus lucros, provavelmente pessoas de outros lugares estariam dispostas a investir nesta empresa.

Mas como aproximar estas pessoas e o empresário ? Esta é a tarefa dos corretores de valores. A palavra corretor vem do italiano e significa corredor. Eles realmente corriam de uma cidade à outra, levando informações sobre negócios, aproximando compradores e vendedores de títulos. Consta da literatura de finanças que, a primeira sociedade anônima data de 1407, quando a República de Gênova, não podendo pagar juros de títulos de dívida por ela emitidos, transformou-os em ações nominativas, inscritas nos registros e livremente alienáveis e cotadas no mercado. A evolução continua e os corretores passam a se encontrar em lugares pré-determinados, onde os negócios eram realizados sob a forma de leilão público. Surgiam, assim, as Bolsas de Valores, associações dos corretores que tinham e têm até hoje o objetivo de manter um lugar adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto.

O surgimento das Bolsas de Valores permitiu grande desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários e, por conseguinte, da economia em geral. Assim, o mercado de ações iniciou sua grande trajetória de crescimento que, apesar de alguns percalços, ainda continua, principalmente agora com a globalização da economia.

O mercado de ações contribui para o desenvolvimento econômico, desde que funcione como uma indústria produtora de capitais para investimentos, estimulando a poupança privada. Produzi-los, processá-los e distribuí-los para alimentar a atividade econômica é sua função

básica, além de colaborar na estruturação de uma sociedade baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva na riqueza e no resultado da economia. Ou seja, pode ser o instrumento adequado para capitalização das empresas através da canalização da poupança dos indivíduos.

Além disso, permitindo a mobilização de poupanças internas mais para o investimento e menos em direção ao empréstimo, contribui para melhorar a distribuição de renda e de riqueza e para tornar a economia menos vulnerável, ajudando inclusive a conter pressões inflacionárias.

O desenvolvimento de um mercado de ações só ocorre em um ambiente social e político adequado, supondo, portanto, uma sociedade democrática. Mas isto não é suficiente: requer, ainda, a regulação e o controle das atividades exercidas no mercado e dos agentes que nele atuam (com o objetivo de proteger os investidores), motivação que induza os possuidores de poupanças a aplicá-las em ações, a conscientização do empresário em torno das vantagens de abrir seu capital e das obrigações que assume ao entrar no mercado, um volume de poupança suficiente para dar liquidez aos papéis e garantir o suprimento de capital à empresa, a existência de instituições e instrumentos operacionais capazes de criar as condições adequadas para o desenvolvimento das negociações, um sistema de informações que garanta a transparência das negociações, a revelação imediata de fatos relevantes que possam alterar o valor atual ou futuro das ações e a periodicidade e veracidade dos dados fornecidos ao mercado pelas empresas.

O mercado de ações pode ser dividido em dois grandes segmentos: um não-institucionalizado, que não está sujeito à regulação e ao controle das autoridades e onde se negociam as ações das sociedades anônimas de capital fechado e de estrutura familiar (este segmento é de grande importância, especialmente no Brasil, onde há milhares de sociedades anônimas mas um pequeno número delas é registrado nas Bolsas de Valores) e o segmento institucionalizado.

Quanto aos investidores, podem ser classificados em individuais e institucionais. Os individuais são as pessoas físicas e jurídicas que atuam diretamente no mercado, para si próprias, por sua conta e risco.

O investidor institucional reúne recursos de um grupo de pessoas ou instituições e tem suas atividades reguladas por lei e estão sob controle das autoridades governamentais. Entre eles citase: o BNDES, os fundos de investimento, os fundos de investimento estrangeiros, companhias de seguro e as entidades de previdência privada.

a) Mercado primário de ações

É onde se negociam as novas ações emitidas pela empresa junto ao público, ou seja, onde a empresa obtém recursos para seus empreendimentos. É a primeira negociação da ação e o dinheiro vai para a empresa.

Assim, o mercado de ações exerce sua função de canalizar recursos dos que poupam para o investimento nas atividades produtivas. Para que as empresas cresçam é preciso que sua base de capital próprio cresça também. Só assim é possível ter-se empresas fortes.

b) Mercado secundário de ações

É onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. Se bem que, do ponto de vista econômico, uma transação na Bolsa não signifique aumento ou diminuição de recursos na empresa, um mercado secundário organizado e eficiente é extremamente importante, pois é condição para a existência do mercado primário, onde as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fator fundamental na decisão do investidor quando compra ações em um lançamento, é a possibilidade de que, mais tarde possa se desfazer, total ou em parte, das ações adquiridas.

Dentro do mercado secundário tem-se o mercado de balcão, que é um mercado organizado mas cuja negociação não se dá em um lugar determinado e sim por telefone, e o mercado de bolsa.

É nas Bolsas de Valores que se dão, predominantemente, as transações com ações. É um mercado amplamente disciplinado pela legislação e funciona sob supervisão e fiscalização de órgãos governamentais. As negociações se processam segundo regras rígidas e do amplo conhecimento de todos que atuam no mercado.

Além disso, nas Bolsas de Valores não se negocia qualquer ação, apenas das empresas registradas, que satisfaçam pré-requisitos de natureza jurídica e econômico-financeira e que se comprometam a seguir certos padrões de comportamento.

As negociações nas Bolsas de Valores se realizam no pregão, local onde se reúnem os corretores para cumprir as ordens de compra ou venda de seus clientes.

As Sociedades Anônimas e o Mercado de Ações

As sociedades anônimas são classificadas em dois grupos: sociedades anônimas fechadas e companhias abertas, conforme os valores mobiliários de sua emissão (ações ou debêntures) estejam ou não admitidos à negociação em Bolsa ou no mercado de balcão. A tendência é que o conceito de companhia aberta abranja as empresas cujo capital social tenha a participação ampla do público. As sociedades anônimas fechadas são aquelas que tenham suas ações distribuídas entre um pequeno número de pessoas, geralmente empresas familiares.

No entanto, para ter seus papéis negociados nas Bolsas de Valores ou no mercado de balcão, a empresa tem de cumprir uma série de exigências legais: normas quanto à natureza das informações que devem divulgar e sua periodicidade, normas quanto à forma e o conteúdo dos relatórios de sua administração, demonstrações financeiras, normas sobre os padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes, normas quanto às informações de mudança de controle acionário, normas sobre a divulgação de deliberações da assembléia geral ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, ser registrada no órgão governamental fiscalizador e na Bolsa de Valores.

Ao registrar-se na Bolsa de Valores, a empresa assume o compromisso de atualizar periodicamente as informações e os documentos constantes do processo de registro. A possibilidade de dispor, em nível nacional, de amplo mercado, para circulação de suas ações, tem um significado importante, tanto para os investidores como para as empresas. O principal aspecto do registro é possibilitar à empresa disseminar suas

ações em um universo amplo de investidores. O empresário que raciocina em termos de globalização, para seus produtos, terá condições de avaliar o que significa para a expansão dos seus negócios, a possibilidade de captar recursos no mercado mundial.

A existência de canais apropriados, que garantam um fluxo contínuo de novos capitais próprios, de acionistas atuais e futuros, depende, em muito, do comportamento dos dirigentes das companhias abertas em relação ao mercado de ações. O sucesso de uma empresa, neste mercado, exige mais que o cumprimento de normas legais mínimas. Trata-se, aqui, de uma postura dos administradores da empresa, de respeito aos direitos e interesse legítimos do público investidor que, com suas poupanças, suprem a empresa dos recursos necessários ao seu desenvolvimento. Trata-se de preservar sua imagem no mercado, de forma que possa existir liquidez para os seus papéis.

Assim, é necessária a existência de um mercado ativo para seus títulos, o que só será conseguido mediante a diluição das suas ações entre um grande número de acionistas. Estes acionistas e, portanto, a captação de recursos no mercado, liga a empresa permanentemente àquele mercado. A empresa deve ter: uma política forte de distribuição de dividendos, bonificação e subscrição, uma política de desenvolvimento de um mercado para as ações de sua emissão, uma política completa de informações que amplie o conhecimento de suas atividades junto ao mercado, etc. Para tanto utiliza-se das Bolsas de Valores.

Para o público em geral, as Bolsas são um centro de informações sobre as empresas registradas, pois prestam serviços aos investidores, baseando-se nas informações enviadas pelas empresas, desde o armazenamento de atas e balanços e outros dados, até o processamento dessas informações, portanto, atualmente, há uma preocupação das Bolsas em manter contato permanente com as empresas registradas.

Ao mesmo tempo, as Bolsas têm a responsabilidade de manter os principais dados quantitativos e qualitativos das transações realizadas, em seu recinto, e manter um amplo relacionamento com as empresas quanto a aspectos técnicos, realizando os trabalhos de registro e liquidação

das operações e de transferência dos papéis, garantindo maior segurança ao investidor.

Tudo isso nos dá uma idéia da importância que um relacionamento, franco e direto das empresas com as Bolsas, tem para o mercado como um todo. A grande responsabilidade, de ambas as partes, é a satisfação integral dos interesses e dos direitos dos acionistas, que são, em última análise, as razões para o seu funcionamento.

A filosofia da empresa deve ser a de fornecer ao investidor todas as informações disponíveis para que ele possa melhor decidir. Qualquer iniciativa adotada pela própria empresa em divulgar informações, pode significar uma predisposição valiosa a relacionamentos mais saudáveis entre empresário e investidor, de forma que não haja desconfiças e procedimentos pouco recomendáveis ou não-éticos, em prejuízo dos investidores, que não devem ficar isolados sobre o andamento dos negócios da empresa.

A Bolsa de Valores

A origem das Bolsas de Valores é bastante remota. Alguns escritores a localizam nos *emporium* dos gregos, outros nos *collegium mercatorum* dos romanos. Não há uma definição histórica clara, sabe-se apenas que elas surgiram em épocas distantes com atribuições que dizem respeito à valores mobiliários especificamente.

Durante a Idade Média até o Século XVII, as operações de Bolsa resumiram-se na compra e na venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos. Os negócios eram limitados pelas dificuldades de comunicação, pela escassez de capitais e pela ausência de crédito.

A palavra Bolsa surgiu em Bruges, cidade da Bélgica, onde se realizavam assembleias de comerciantes na casa de um senhor chamado Van der Burse, em cuja fachada havia um escudo com três bolsas, brasão de armas do proprietário.

A *Bourse* de Paris foi implantada por Luís VII em 1141, sendo regulamentada em 1304. Em 1698 foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de Londres. Mas só no século XVIII estas instituições atingiram um grande desenvolvimento, quando as exigências de crédito público obrigaram os banqueiros a fracionar os empréstimos em títulos de participação. Com a expansão das sociedades por ações as Bolsas assumiram papel

preponderante na oferta e na procura de capitais. Desde os velhos mercados medievais até hoje, as Bolsas de Valores vêm sofrendo profundas modificações em suas estruturas. A maior delas talvez esteja para acontecer nos próximos anos: **a morte do pregão.**

Hoje em dia, as Bolsas de Valores têm algumas funções à cumprir, entre elas enumeram-se as seguintes:

A Criação de um Mercado Contínuo

Sem sombra de dúvida, a criação de um mercado contínuo para uma determinada ação é uma das mais importantes funções de uma Bolsa de Valores. Em um mercado contínuo a ação é comprada e vendida com pequenas variações de preço entre um negócio e outro. Quatro fatores mostram se há um mercado contínuo para determinada ação: frequência de negócios, tamanho do *spread* entre compra e venda, pronta execução de ordens e mínima variação de preço entre um negócio e o seguinte. Várias condições tendem a criar um mercado contínuo: grande quantidade de acionistas da empresa, tamanho da empresa, interesses especulativos no papel, etc. Os benefícios de um mercado contínuo são principalmente criar mercado para o papel, gerando liquidez para o investimento e facilitar o uso das ações em outras operações, como colateral em uma operação de empréstimo, por exemplo.

Determinação do Preço Justo

A função de determinar um preço justo para o papel é tão importante quanto a criação de um mercado contínuo. A cotação não é determinada pelas Bolsas e seus membros. O preço é determinado nas Bolsas através do encaixe de ordens de compra e venda. As Bolsas facilitam o encontro de compradores e vendedores de todos os lugares do país, e mesmo do mundo. As ofertas de compra e de venda em um mercado de leilão determina o preço do momento. As Bolsas de Valores, portanto, criam um dos mercados mais livres do planeta.

Contribuição ao Financiamento da Indústria

A indústria recebe a maioria dos novos capitais pela retenção de lucros e venda de novas ações no mercado primário, o qual não ocorre nas Bolsas, mas desempenha papel fundamental neste processo, não apenas pelos fatores já discutidos anteriormente, mas também criando um mercado contínuo para os direitos de subscrição durante o período de privilégio dos antigos acionistas, habilitando a empresa a ter sucesso em novas emissões.

Antecipação do Cenário Econômico

É geralmente aceito o fato de que o movimento de preços de uma ação antecipa o movimento da atividade econômica, tanto em termos macroeconômicos, como na atividade específica da empresa. Isto se deve à posição privilegiada de informações e análises em relação à produção, vendas e condições econômicas em geral. Portanto, o mercado está habilitado a tirar vantagens deste seu conhecimento com algum tempo de antecedência.

Outras Funções

Citam-se mais quatro importantes funções das Bolsas de Valores, a saber: divulgar relatórios acurados das negociações, receber e divulgar informações das companhias listadas (particularmente das condições financeiras delas) e proteger os acionistas e investidores perante os regulamentos, eliminando a prática irregular e não-ética da indústria de corretagem.

O Pregão Viva-Voz

O pregão é o principal processo de uma Bolsa de Valores. Sob o prisma de sua dinâmica diz-se que é ali que se encontra o coração do mercado de ações. O pregão se confunde com a sala de negociações, que é o local mantido pelas Bolsas, adequado ao encontro de seus membros, tendo como objetivo a realização, entre eles, de negócios de compra e venda de títulos em mercado livre e aberto.

Manter o recinto de negociações de forma que permita, dentro de altos padrões éticos, o ajuste de preços de acordo com a variação da oferta e da procura, é a finalidade principal das Bolsas e a justificativa essencial para sua existência. O pregão é um mercado onde se efetuam milhares de negócios em um só dia, de forma segura, ágil e livre.

No pregão encontram-se os fluxos de oferta e procura de um grande mercado. Milhares de pessoas que desejam comprar e vender ações estão ali representadas pelos operadores de Bolsa. De certa forma, é como se todos estivessem ali presentes, anunciando, cada um, à viva-voz, seus desejos de comprar e ou de vender ações de empresas.

O pregão deve funcionar como um mercado transparente, ou seja, todos devem ter conhecimento, ao mesmo tempo, de todos os fatores importantes que possam afetar o preço atual ou futuro do objeto das transações. O sistema de informações instantâneas do pregão tem por objetivo exatamente trazer equidade no que se refere ao conhecimento das condições gerais do mercado e dos papéis negociados. A Bolsa só alcança seus objetivos quando quem compra sabe o que está comprando e quem vende sabe exatamente o que está vendendo. E o negócio só se realiza no momento em que o vendedor obtém o maior preço e o comprador o menor preço possível. O sistema de informações que liga instituições do mundo todo, participantes deste mercado, permite que um negócio fechado seja o melhor para o momento, considerando a oferta e a procura daquele papel. Hoje em dia, é evidente que o mercado está atingindo uma dimensão global.

O pregão pode ser organizado segundo um dos tipos de sistemas de negociação existentes:

Call System

Neste sistema os operadores distribuem-se em lugares pré-fixados, em torno de balcões circulares e de diversas alturas, semelhante à um estádio de futebol, onde anunciam oralmente suas ofertas de compra e venda. O diretor do pregão delimita um pequeno intervalo de tempo para a negociação de cada ativo e uma vez esgotado o tempo, este título só pode ser nego-

ciado novamente no final do dia ou no dia seguinte. Este sistema não é adequado às Bolsas de grande porte. Porém, as Bolsas de mercadorias e futuros espalhadas pelo mundo, têm usado o sistema de balcões circulares com posicionamento fixo dos operadores, mas com negociação contínua dos ativos durante todo o dia. Na verdade, existem vários desses balcões, um para cada mercadoria.

Trading Post

Neste sistema os negócios podem ser realizados, para qualquer papel, simultaneamente durante todo o pregão. Para maior facilidade nas transações, os títulos são agrupados em postos de negociação. O critério adotado para a formação destes postos obedece, normalmente, à dois fatores: empresas que operam em ramos iguais de atividade econômica e a homogeneidade quanto aos volumes das transações.

Em ambos os sistemas, as negociações se realizam entre dois representantes. A apreçoação é feita de viva-voz, mencionando-se o título, suas características, a quantidade e o preço unitário, além da intenção de comprar ou vender. Havendo interesse por parte de um dos demais operadores, a transação é concluída mediante a declaração da palavra fechado. Após, deve ser preenchida a boleta, pequeno formulário onde se registra o negócio fechado, pelo vendedor que colhe a assinatura do comprador e o entrega para registro.

Após o registro, o pregão on-line, sistema que controla os negócios efetuados, divulga em tempo real todas as informações que dizem respeito àquela transação, o que favorece a continuidade dos preços e a liquidez do mercado. Este sistema tem a capacidade de receber e transmitir informações indispensáveis ao rápido e perfeito acompanhamento dos negócios, bem como dados históricos e econômico-financeiros sobre as sociedades anônimas listadas. Mantendo e fornecendo estes relatórios com dados históricos e informações do pregão do dia, a Bolsa possibilita o acompanhamento e a análise dos negócios efetuados, a evolução das cotações ou do mercado como um todo.

Tudo isto parte do pregão e se espalha pelo mundo em tempo real, através de computadores

e sistemas de comunicação avançados que permitem, a qualquer pessoa em qualquer lugar do planeta, participar deste mercado.

A Negociação Eletrônica

Há vários sistemas de negociação eletrônica espalhados pelo mundo que possuem características de uma Bolsa de Valores, e outros que pertencem às Bolsas com o objetivo de negociar títulos de menor liquidez ou em lotes pequenos. O mais conhecido deles é o Instinet (Institutional Networks), uma subsidiária da British News and Data Supplier, Reuters. Um assinante deste sistema pode entrar anonimamente com sua oferta de compra ou venda em seu terminal e ela estará disponível para todos os outros assinantes. Quando da entrada da oferta, é evidente que as mesmas informações do sistema viva-voz devem ser digitadas, ou seja, título, suas características, quantidade e preço. É o computador substituindo o operador de Bolsa, ou melhor, é uma troca do operador de Bolsa pelo operador de computador. Se uma oferta de compra, por exemplo, coincidir com o preço de uma oferta de venda, a transação é confirmada com apenas um toque no teclado do computador. Se a oferta não coincidir, configura a existência de um *spread* entre a compra e a venda, começando a se formar um mercado para a ação. A transação pode ser executada sem uma parte conhecer quem é a contra-parte. Além disso, todos os assinantes deste sistema devem concordar em liquidar a operação, através de um conhecido mecanismo de clearing que garanta a integridade dos negócios.

Outros sistemas eletrônicos de negociação são o Crossing Network, Posit and Wunsch Auction Systems. Todos estes são sistemas privados que não estão vinculados a nenhuma Bolsa de Valores do mundo, mas com a concorrência, pois a redução de custos para o investidor é evidente, todas elas desenvolveram seus próprios sistemas.

Talvez o mais importante sistema eletrônico de negociação existente seja o mercado NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations System), que merece um estudo à parte. O mercado de balcão norte-americano (OTC - Over-the-Counter), além de negociar *bonds* de empresas, títulos

emitidos pelo governo, *bonds* municipais e instrumentos de *money market*, negocia, também, um número expressivo de ações de empresas, que chega a exceder 50.000. Mais de 4.000 dessas ações são negociadas no sistema NASDAQ, que permite uma visibilidade às transações comparável à provida pelas Bolsas de Valores. As diferenças entre o mercado NASDAQ e o mercado de balcão convencional são tão estreitas quanto as diferenças entre as Bolsas e o NASDAQ.

Até a introdução, em fevereiro de 1971, do mercado NASDAQ, o mercado de balcão consistia em operadores de diferentes instituições conectados através de telefones. O NASDAQ, que é um sistema eletrônico de negociação, liderou a aplicação de nova tecnologia na transação com ações. Utilizando-se de um computador central, os *market makers* (especialistas) dos papéis transmitem suas propostas eletronicamente tornando-as visíveis à todos os outros participantes do mercado. O sistema procura a melhor oferta e a revela instantaneamente à todo o mercado. O NASDAQ, na realidade, tornou-se um mercado de acesso às empresas pouco capitalizadas ou às empresas que atuam nos setores de alta tecnologia, desenvolvendo produtos avançadíssimos e por isso muito arriscados.

A competição entre os *market makers* (especialistas em um determinado papel) reduziu o tamanho do *spread* (diferença de preço) entre a compra e a venda na maioria dos papéis. Quanto

menor este *spread*, maior a possibilidade de uma ordem ser executada no preço justo ou com uma mínima variação de preço em relação ao último negócio. Apesar de a média do *spread* ser geralmente maior para as empresas do NASDAQ, em relação às empresas listadas na Bolsa de Nova Iorque, esta média, hoje em dia, é muito menor que há alguns anos. Sem dúvida o mercado de balcão norte-americano sofreu uma revolução desde a introdução do NASDAQ - o maior mercado eletrônico do mundo.

Nos gráficos de 1 a 4, tem-se a evolução dos negócios no sistema eletrônico da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo). Observando os gráficos, avalia-se a importância deste sistema em substituição ao pregão viva-voz. Como dado adicional, apesar de o volume em US\$ ter sido multiplicado por quinze, de 1986 até os dias de hoje, a quantidade de operadores habilitados à operar no pregão viva-voz passou de 1.200 para 500 e de 200 para 60 o de auxiliares de pregão. Mais uma vez, fica clara a substituição gradual de um sistema pelo outro.

Na Tabela 1, listam-se os sistemas eletrônicos de negociação das principais Bolsas de Valores e Futuros do mundo. Nota-se, claramente, que há duas correntes, uma das Bolsas norte americanas que defende a continuação do pregão viva-voz, liderada pela Bolsa de Nova Iorque e pela CBOT (Chicago Board of Trade) e a corrente européia, que defende a negociação eletrônica, liderada pela Bolsa de Paris.

Gráfico 1 - Volume Médio em Milhões de US\$ no Sistema de Negociação Eletrônica da BOVESPA (Fonte: Relatórios mensais de negociação da Bovespa)

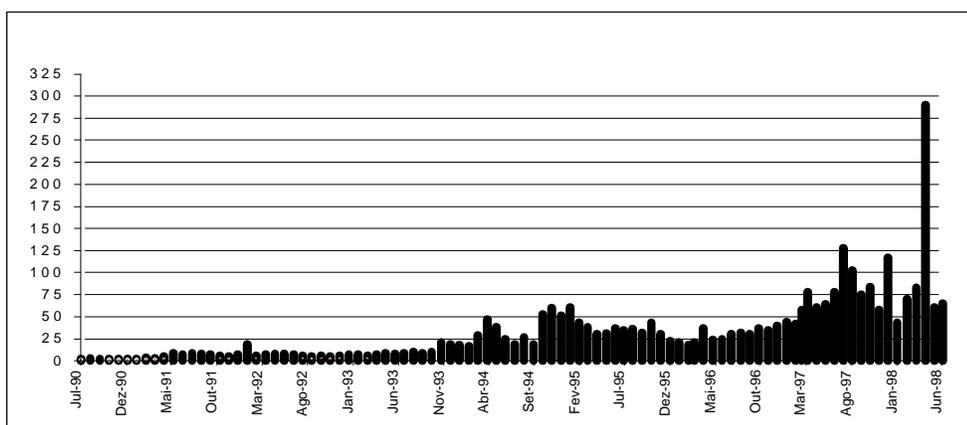


Gráfico 2 - Média Diária de Negócios no Sistema de Negociação Eletrônica da BOVESPA (Fonte: Relatórios mensais de negociação da Bovespa)

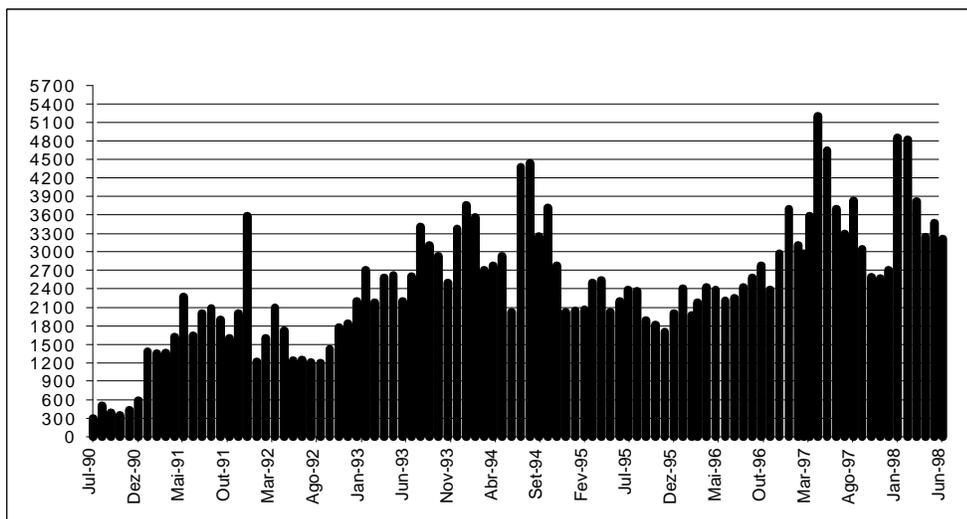


Gráfico 3 - Participação no Volume Mensal do Sistema Eletrônico da BOVESPA (Fonte: Relatórios mensais de negociação da Bovespa)

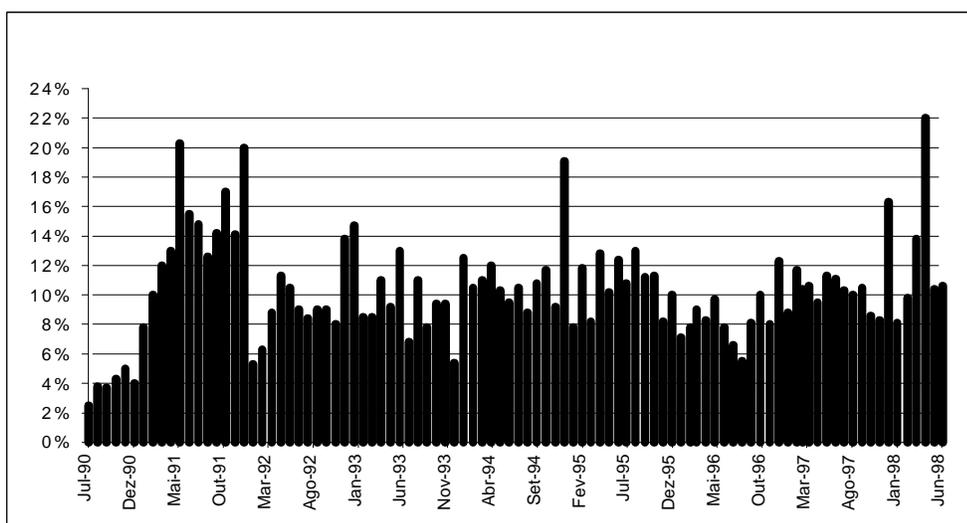


Gráfico 4 - Participação no Número de Negócios Mensal do Sistema Eletrônico da BOVESPA (Fonte: Relatórios mensais de negociação da Bovespa)

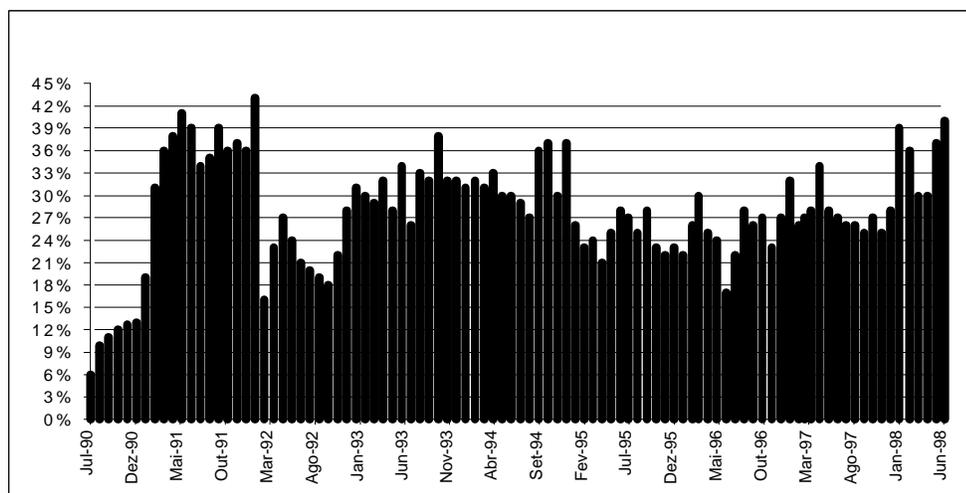


Tabela 1 - Sistemas de negociação dos membros da FIBV- Federação Internacional das Bolsas de Valores

BOLSA	SISTEMA DE NEGOCIAÇÃO ELETRÔNICO	PREGÃO VIVA-VOZ
AMEX	PER / AMOS	SIM
AMSTERDAM	SIM	SÓ PARA OPCÕES
ATENAS	SIM	NÃO
AUSTRALIA	SEATS / CLICK	SÓ PARA OPCÕES
BARCELONA	SIBE	SIM
BILBAO	SIBE	SIM
BRUXELAS	NTS / BELFOX	NÃO
BUENOS AIRES	SINAC	SIM
CBOE	NÃO	SIM
CHICAGO	MAX	NÃO
COPENHAGEN	ELECTRA	NÃO
CORÉIA	KATS / KSE	NÃO
ESTOCOLMO	SAX / SOX	NÃO
FILIPINAS	MAKTRADE	NÃO
FRANKFURT	BOSS-CUBE / DTB	SIM
HELSINQUE	HETIX / SOM	NÃO
HONG KONG	AMS / TOPS	NÃO
IRLANDA	NÃO	SIM
ISTAMBUL	SIM	NÃO
ITÁLIA	MTA / MOT / OM	NÃO

JACARTA	SIM	NÃO
JOHANNESBURGO	JET	NÃO
KUALA LUMPUR	SCORE	NÃO
LIMA	ELEX	SIM
LISBOA	TRADIS	SIM
LIUBIANA	SIM	NÃO
LONDRES	SETS / SEAQ /	SIM
LUXEMBURGO	SAM / MFX / MCD	NÃO
MADRI	SIBE	SIM
MÉXICO	BMV / SENTRA	SIM
MONTREAL	MAX	SIM
NASDAQ	SOES	NÃO
NOVA IORQUE	SIM	SIM
NOVA ZELÂNDIA	SEAT	NÃO
OSAKA	SIM	SIM
OSLO	OSE	NÃO
PARIS	SUPERCAC / OTC	NÃO
RIO DE JANEIRO	SENN	SIM
SANTIAGO	SIM	SIM
SÃO PAULO	MEGA BOLSA	SIM
SINGAPURA	CLOB	NÃO
SUIÇA	SIM	NÃO
TAIWAN	FAST	NÃO
TEERÁ	ATES	NÃO
TEL-AVIV	TACT	SÓ PARA OPCÇÕES
TAILÂNDIA	SIM	NÃO
TÓKIO	CORES / FORES	SIM
TORONTO	SIM	SÓ PARA OPCÇÕES
VANCOUVER	VCT	NÃO
VIENA	EQOS / PATS / OM	SIM
VARSOVIA	SIM	SIM

O Mercado Central

Talvez o futuro dos pregões das Bolsas de Valores tenha começado no início da década de 70, quando uma nova legislação dotou a SEC (Securities and Exchange Commission) - órgão regulador das Bolsas de Valores norte-americanas - de amplos poderes para criar as condições de implantação do mercado central nos Estados Unidos. A idéia era conectar os vários mercados nos quais são negociadas as ações das maiores empresas, de forma a permitir aos agentes do mercado identificar o melhor preço aos seus clientes, pois até meados daquela década, em-

bora se utilizando de inovações tecnológicas, sobretudo no processamento de dados e transmissão de informações, o mercado acionário norte-americano era formado por mercados não integrados entre si. De acordo com a SEC, o mercado central permitiria aos corretores operar com maior eficiência e rapidez em favor dos seus clientes, o que de fato ocorreu.

Em 16 de junho de 1975 foi iniciada a transmissão, pelo sistema da Bolsa de Nova Iorque, de todas as transações efetuadas com ações listadas em outras Bolsas. Ao final daquele ano, o sistema já incorporava seis Bolsas de Valores além do mercado NASDAQ.

Evidentemente, uma reforma desta envergadura assumiu um caráter polêmico, particularmente ao nível das Bolsas de Valores. A posição da SEC a esse respeito não parecia definitiva, pois Ray Garret Jr., presidente da SEC à época, ao responder a uma pergunta que lhe foi formulada por um dos editores da U.S. New & World Report, acerca do futuro da NYSE (New York Stock Exchange) e da AMEX (American Stock Exchange), em função da criação do mercado central, declarou:

“É muito cedo para se tomar uma posição concreta. Alguns julgam que essa centralização poderá conduzir à uma eliminação dos pregões das Bolsas de Valores. Nesse processo, eles antevêm um mercado quase completamente automatizado, no qual os negócios serão efetuados apertando-se botões, e as informações serão transmitidas basicamente por teleprocessamento. Estas pessoas predizem que o pregão será banido como um anacronismo. Isto não constitui certamente uma parte necessária de nosso plano ou de nosso pensamento. É claro que existem outras pessoas que afirmam não ser possível um substituto eletrônico para as negociações realizadas entre seres humanos. Nossa posição é esperar e ver o que ocorrerá em termos competitivos. Nós desejamos que as informações das diferentes Bolsas sejam disseminadas juntas (...). Presentemente não temos posição no que diz respeito ao fato de ser desejável a eliminação dos pregões das Bolsas. Deixemos que o processo evolua naturalmente”.

O novo sistema teria as seguintes características: execução economicamente eficiente de transações com títulos, competição justa entre os corretores, entre os mercados de Bolsa e outros mercados de títulos, disponibilidade para todos os participantes do mercado de cotações e relatórios de transação de títulos, possibilidade dos corretores executarem as ordens dos investidores no melhor mercado e oportunidade para que as ordens dos investidores sejam executadas, na medida do possível, sem a intermediação de um especialista. Sem dúvida, a implantação do mercado central, alterou profundamente a estrutura do mercado de títulos norte-americano. Talvez, sua criação tenha sido a medida que maior impacto gerou sobre a comunidade financeira até aquela data.

O mercado central corrigiu algumas distorções que ocorriam até recentemente, pois, do ponto de vista econômico, não se pode considerar eficiente o mercado que não conta com um sistema de informações capaz de disseminar ampla e rapidamente, em todas as suas características, as transações nele realizadas. Se ainda se constata que o processo de formação de preços de um mesmo título, mesmo determinado pela oferta e procura, possa resultar no estabelecimento de preços diferenciados, em um mesmo momento, em mercados diferentes, mais importante se tornam as distorções do mercado encarado globalmente. Do ponto de vista ético esse mesmo mercado dá margem à práticas não equitativas, capazes de gerar benefícios a determinados agentes em detrimento de outros. Mas como corrigir essas distorções? Com a criação do mercado global, com o objetivo de prover a liquidez e a continuidade dos preços, fornecer a todos os investidores as informações concernentes a preços, volumes e cotações para todos os títulos negociados em todos os mercados, de modo a permitir que compradores e vendedores, onde quer que eles estejam, tomem decisões em bases mais consistentes.

É evidente que a estruturação de um sistema apto a possibilitar melhor integração das Bolsas é muito complexo, mas a tecnologia e os equipamentos necessários para dar suporte ao funcionamento do sistema já estão correntemente disponíveis. A filosofia consiste no fato de que o corretor deve ter acesso a um sistema de comunicações capaz de reunir e apresentar, em um terminal de computador, as ofertas de compra e de venda de todas as ações em cada centro de negociação que compõe o sistema. Além disso, o corretor deve poder, através do sistema, executar as transações especificadas por seus clientes. Mostrou-se, na segunda parte deste trabalho, que as principais Bolsas de Valores do mundo possuem seus próprios sistemas de negociação eletrônica. A integração destes sistemas iniciará a efetiva criação do mercado global, onde não haverá mais lugar para os pregões.

O Fim do Pregão Viva-Voz

De fato, o fim do pregão viva-voz já começou. Além de verificar-se na Tabela 1, que os

mercados de pequeno e médio porte operam apenas através de negociação eletrônica, algumas grandes Bolsas do mundo possuem projetos ousados nesta direção, lideradas pelas asiáticas e européias. Abaixo, lista-se alguns deles, já implantados ou em processo de implantação:

- Em Dezembro de 1997, a Osaka Securities Exchange se transformou na primeira Bolsa japonesa a abolir o pregão, terminando com 120 anos de tradição de fechar negócios via gritos e gestos;
- Apesar de a Tokyo Stock Exchange não ter anunciado oficialmente o fechamento de seu pregão, o conselho de administração diz que isto é só uma questão de tempo, pois desde de Março de 1998 todos os títulos, sem limite de quantidade passaram a ser negociados eletronicamente;
- A Sydney Futures Exchange planeja fechar seu pregão no começo de 1999, trocando-o por um sistema eletrônico que funcionará 24 horas por dia;
- A Vienna Stock Exchange trocou, em junho de 1996, seu pregão por um sistema eletrônico, permitindo aos clientes estrangeiros operar remotamente, internacionalizando e aumentando a atratividade do mercado Austríaco;
- Em janeiro de 1998, a London Stock Exchange transferiu as 100 ações mais negociadas em seus pregões, para um novo sistema eletrônico, após solucionar algumas limitações de seu antigo sistema, acirrando a competição com a Tradepoint Investment Exchange, uma Bolsa alternativa, totalmente eletrônica, que tem tirado negócios da LSE (London Stock Exchange) desde 1995;
- As Bolsas de Londres e de Frankfurt anunciaram, em Julho de 1998, um acordo para formar uma aliança estratégica com o objetivo final de se formar um único mercado para as principais ações a partir de Janeiro de 1999. Posteriormente, haverá a criação de uma plataforma eletrônica comum entre as duas Bolsas;
- A Bolsa de Paris lançou, em meados de 1997, o Nouveau Marché, um mercado to-

talmente eletrônico, com o objetivo de permitir às novas empresas, maiores facilidades para serem listadas, ou seja, facilitando a sua procura por novos capitais;

- A Chicago Board of Trade, a maior Bolsa de Futuros do mundo, iniciou em 1997, apesar da resistência dos mercados norte-americanos, a implantação do seu sistema eletrônico de negociação, chamado de Projeto A. Inicialmente, este sistema tem funcionado após o fechamento dos pregões viva-voz, operando com produtos financeiros e agrícolas;
- A New York Cotton Exchange juntamente com o Cantor Group, vem desenvolvendo uma nova Bolsa chamada Cantor Financial Futures Exchange, Inc., totalmente automatizada, com o objetivo de negociar vários tipos de contratos futuros dos títulos governamentais norte-americanos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proliferação dos sistemas eletrônicos, provavelmente, roubará negócios das pequenas instituições, podendo, até mesmo, eliminar com a necessidade dos operadores. É evidente o aumento da competição entre as corretoras com a provável diminuição de custos, que nos dias atuais é a melhor maneira de aperfeiçoar o retorno de um portfólio, sem incorrer no aumento do risco de crédito ou de duração da carteira e sem aumentar o risco da volatilidade ou estrutural.

Quanto mais desenvolvido, mais atraente o sistema se tornará, pois terá preços executáveis, aumento da liquidez e a diminuição dos spreads entre a compra e a venda, tornando-se um sistema competitivo. Quando isto ocorrer, e as barreiras legais impostas pelos governos permitirem, o sistema de negociação eletrônico poderá chegar perto da perfeição, constituindo-se no verdadeiro mercado global, o qual trará os seguintes benefícios, entre outros, ao mercado:

Rapidez e agilidade

Em média, uma operação trabalhada e concretizada através de telefone e pregão viva-voz, gasta 45 segundos. Através de sistemas eletrônicos, a mesma negociação pode ser executada em um ou dois.

Penetração

Um terminal de negociação pode ser instalada em qualquer ponto do planeta, desde que haja uma linha telefônica e um computador disponíveis.

Diminuição de Erros

Com menor número de pessoas envolvidas no processo, a quantidade de erros tende a diminuir.

Simplicidade Operacional

É muito mais simples concluir uma operação casada, ou seja, que implica operar simultaneamente dois ou mais ativos no sistema eletrônico do que no sistema de viva-voz.

Objetividade

Comumente o tempo gasto em uma conversação telefônica, mesmo que seja para se fechar um negócio, é muito maior que o necessário.

Atualização de Dados e Ofertas em Tempo Real

A atualização é imediata, sem a necessidade de comunicação verbal entre o operador de pregão e o de mesa.

Agilidade Operacional

A execução de uma grande ou pequena ordem passa a não ter diferença, aumentando exponencialmente o volume e o número de contas.

Transparência nas Transações

Sem o envolvimento de vários operadores para a execução de uma ordem, a confiança e credibilidade das instituições aumentará.

Considerável Redução de Custos

Começando pelas instituições e sendo repassada aos clientes.

Diminuição da Volatilidade

Um sistema totalmente automatizado diminuiria a pressão exercida sobre o operador, diminuindo a excitação e por consequência a volatilidade.

Ordens Automáticas

Estratégias operacionais ou ordens stop podem ser facilmente programadas e serem executadas sem a participação de nenhum operador.

Competição e Liberalização dos Mercados

Qualquer ativo de qualquer nacionalidade poderá ser negociado de qualquer parte do mundo.

Com estes objetivos em mente, as Bolsas de Londres e de Frankfurt assinaram, recentemente, um memorando de entendimentos para unificar seus mercados. Não é o primeiro nem será o último passo nesta direção.

Nada ficará de fora: sistemas de *swaps*, custódia, mecanismos de compensação e todos

os tipos de transações financeiras passam a ser comuns, juntamente com a instituição da nova moeda, o Euro, em 4 de Janeiro de 1999. O motivo: a busca de economia de escala no novo ambiente financeiro internacional. Dificilmente, outras Bolsas regionais, como a de Paris, poderão disputar espaços e liquidez na área ocupada pelo eixo Londres-Frankfurt.

A guerra por mercados de prestação de serviços está sendo travada e novas fusões deverão ocorrer. A aliança reduzirá custos operacionais mediante uma plataforma eletrônica comum e criando, finalmente, o mercado pan-europeu. Desaparecerá a figura do velho pregão viva-voz, para os mercados das ações mais tradicionais.

Os países cujos mercados ficarem isolados e forem incapazes de criar economias de escala serão, com certeza, varridos do mapa como centros de liquidez. Além de perder espaços em um importante setor prestador de serviços, as Bolsas que se atrasarem dificultarão o acesso de empresas de menor porte às carteiras dos investidores institucionais, funcionando como amarras ao desenvolvimento econômico em vez de seu objetivo principal de alavanca.

No futuro, quando todas as grandes Bolsas padronizarem seus sistemas e formarem alianças e relações de cooperação entre suas redes, o perfil do mercado estará definitivamente mudado. Portanto, o pregão viva-voz já apresenta um certo ar de nostalgia, com certeza a sua importância passada, para o desenvolvimento do mercado de títulos e a economia como um todo, nunca será questionada. Mas a era do mercado eletrônico global é agora, trazendo para as Bolsas de Valores e de Futuros e seus membros, uma gama de oportunidades que não estão disponíveis em um ambiente de pregão viva-voz.

BIBLIOGRAFIA

- ARCHER**, Stephen H.; **D'AMBROSIO**, Charles A.; *Administração Financeira (Teoria e Aplicação)*; São Paulo; Editora Atlas; 1969
- VAN HORNE**, J. C.; *Financial Management and Policy*; New Jersey; Prentice Hall International Editions; 1995
- SANTOS**, João R. R. dos; *Mercado de Ações: Uma Análise sobre o sistema de Informações*; Rio de Janeiro; IBMEC; 1978
- OLIVEIRA**, Miguel D. de; *Introdução ao Mercado de Ações*; Rio de Janeiro; CNBV; 1980
- TEWELES**, R. J.; **BRADLEY**, E. S.; **TEWELES** T. M.; *The Stock Market*; New York; John Willey & Sons, Inc.; 1992
- ROSS**, S. A.; **WESTERFIELD**, R. W.; **JAFFE**, J. F.; *Administração Financeira - Corporate Finance*; São Paulo; Editora Atlas; 1995
- KURTZMAN**, J.; *A Morte do Dinheiro*; São Paulo; Editora Atlas; 1995
- FORTUNA**, Eduardo; *Mercado Financeiro Produtos e Serviços*; Rio de Janeiro; Qualitymark Editora Ltda.; 1997
- REVISTA BLOOMBERG** – Edição Abril/1998

SITES DA INTERNET

- CBOT (Chicago Board of Trade)
[//www.cbot.com](http://www.cbot.com)
- Bourse de Paris
[//www.bourse-de-paris.fr](http://www.bourse-de-paris.fr)
- MERC (Chicago Mercantile Exchange)
[//www.cme.com](http://www.cme.com)