TAIMI HAENSEL

**A FIGURA DOS *GATEKEEPERS* –
APLICAÇÃO ÀS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS DO
MERCADO ORGANIZADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Vera Helena de Mello Franco

**FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
SÃO PAULO**

2014

TAIMI HAENSEL

**A FIGURA DOS *GATEKEEPERS* –
APLICAÇÃO ÀS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS DO
MERCADO ORGANIZADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito Comercial

Orientadora: Profa. Dra. Vera Helena de Mello Franco

**FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
SÃO PAULO
2014**

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.

**Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

Haensel, Taimi.

H157f A figura dos gatekeepers : aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro / Taimi Haensel. - - São Paulo: USP / Faculdade de Direito, 2014.
214 f.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Vera Helena de Mello Franco.
Dissertação (Mestrado), Universidade de São Paulo, USP,
Programa de Pós-Graduação em Direito, Direito Comercial, 2014.

1. Mercado de Capitais. 2. Mercado Financeiro. 3.
Instituições Financeiras. 4. Comissão de Valores Mobiliários
(Brasil)(CMV). I. Franco, Vera Helena de Mello. II. Título.

CDU

TAIMI HAENSEL

**A FIGURA DOS *GATEKEEPERS* –
APLICAÇÃO ÀS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS DO
MERCADO ORGANIZADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
BRASILEIRO**

MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA

PROFA. DRA. VERA HELENA DE MELLO FRANCO

A Lucas e a nossa família.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha orientadora, Professora Vera Helena de Mello Franco, pela dedicação, pela presença constante e pelo exemplo de vida e de docente.

Agradeço ao Professor Valdir Pereira Filho, mestre e amigo, pelo apoio, pelas lições e pelas broncas.

Agradeço a meus queridos amigos, pelo amor incondicional, pela confiança transmitida, pelas palavras de incentivo.

Agradeço a Ivy Cassa, Adriana Cristina Dullius Britto, Giovana Cunha Comiran e Angélica Frias, que me acompanharam nesta jornada acadêmica, tornando mais gentis os momentos mais difíceis.

Agradeço aos meus “filhotes” jurídicos pela torcida presente e forte, em especial a Patrícia Schuller Fava e a Hugo Casella.

Agradeço a inúmeras pessoas queridas que já se foram deste plano, mas que continuam a iluminar meu caminho de onde se encontram.

Agradeço a atenciosa revisão dos professores já mencionados, bem como os comentários do Prof. Francisco Satiro de Souza Junior, e dos amigos Luiz Felipe Amaral Calabro, André Demarco e Fabiana Falcoski Lopes.

Agradeço a minha família felina e canina pela alegre companhia durante a elaboração deste trabalho.

Agradeço, principalmente a Lucas, marido amado, companheiro na calma e na tempestade, pela tranquilidade e serenidade que me permitiu elaborar dissertação.

RESUMO

Haensel, Taimi. *A Figura dos Gatekeepers – Aplicação às Instituições Intermediárias do Mercado Organizado de Valores Mobiliários Brasileiro*. 2014. 214 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

O presente estudo versa sobre a caracterização de certos profissionais e instituições do mercado de valores mobiliários como *gatekeepers*. Trata-se de figura construída no Direito estadunidense, tendo os debates sobre o assunto ganhado força após as duas crises financeiras norte-americanas dos anos 2000. Em breves linhas, a atuação dos *gatekeepers* consiste na imposição de deveres de acompanhamento, fiscalização e de observância do ordenamento jurídico, a serem cumpridos pelos profissionais e instituições que prestam serviços a emissores e a investidores no mercado de valores mobiliários, sob pena de responsabilização. A justificativa para o acréscimo de deveres a tais profissionais e instituições, além daqueles intrínsecos ao exercício regular de suas atividades, é a elaboração de uma estratégia de regulação mais eficiente para o mercado de valores mobiliários, tanto com escopo de prevenção quanto de aplicação de sanções por ilicitudes. Partindo da experiência norte-americana, averiguamos como, no Brasil, as corretoras, as distribuidoras e os agentes autônomos de investimento, em sua atividade de intermediação de operações entre investidores no mercado secundário, em bolsa ou em balcão organizado (considerados como ‘mercados organizados’ pela regulamentação nacional), comportam-se como *gatekeepers* na forma da lei e das decisões administrativas. Por fim, verificamos os pontos de convergência e de diferença entre o emprego dos *gatekeepers* no Direito brasileiro em relação ao que se discute sobre o tema em seu regime jurídico de origem.

Palavras-chave: mercado de valores mobiliários; instituições intermediárias; mercado organizado.

ABSTRACT

Haensel, Taimi. *The Characterization as “Gatekeepers” – Application to the Brazilian Organized Securities Market Intermediaries*. 2014. 214 p. Dissertation (Master Degree) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

The instant study addresses the characterization of certain securities market professionals and institutions as gatekeepers. It considers the construction made by United States Law, having the debates over the issue being amplified after the two financial crises faced by this country in the 2000's. Briefly, gatekeeper performance consists of the imposition of surveillance, inspecting and compliance duties, to be observed by the professionals and institutions that provide services to issuers and investors in the securities market, under the threat of liability. The rationale under the addition of duties to the aforementioned professionals and institutions lies in the design of a more efficient regulation strategy for securities market, aiming to enhance prevention as well as enforcement. Considering the findings of United States Law on the subject, this study investigates how, in Brazil, brokers, dealers and tied investment agents, in their service providing activities of intermediating transactions between investors in secondary markets, either in exchange or in over the counter systems (deemed as 'organized markets' under Brazilian regulations), conduct themselves as *gatekeepers* as required by law and by administrative rulings. Lastly, it analyses the contact points as well as the differences between the employment of *gatekeepers* in Brazilian Law, pursuant to the debates held under its original legal system.

Key words: securities market; intermediary institutions; organized market.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM

CONSOB – *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*

COREMEC – Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização

CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FDIC – *Federal Deposit Insurance Corporation*

FED – *Federal Reserve Bank*

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO

- 1 **CONTEXTUALIZAÇÃO: FRAUDES, CRISES, ESCÂNDALOS E “BOLHAS” NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NOS ANOS 2000**
 - 1.1 AS FRAUDES DE 2001/2002
 - 1.2 A CHAMADA CRISE DO *SUBPRIME* DE 2007/2008

- 2 **SURGIMENTO DA FIGURA E CONCEITUAÇÃO DE *GATEKEEPER***
 - 2.1 CRIAÇÃO DO CONCEITO
 - 2.2 CONCEITO
 - 2.3 CARACTERÍSTICAS ESSENCIAIS DA FIGURA
 - 2.3.1 **Reputação**
 - 2.3.2 **Ganhos Menores com a Prática de Infração**
 - 2.3.3 **Capacidade de Obstaculizar o Ilícito**
 - 2.3.4 **Duplicação**
 - 2.3.5 ***Repeat Players***
 - 2.4 OS PROFISSIONAIS E INSTITUIÇÕES ENQUADRADOS NO CONCEITO
 - 2.4.1 **Bancos de Investimento**
 - 2.4.2 **Auditores Independentes**
 - 2.4.3 **Agências de *Rating***
 - 2.4.4 **Analistas de Valores Mobiliários**
 - 2.4.5 **Advogados**
 - 2.5 O EMPREGO DOS *GATEKEEPERS* COMO ESTRATÉGIA DE REGULAÇÃO

- 3 **A FIGURA DOS *GATEKEEPERS* NO DIREITO COMPARADO**
 - 3.1 REFORMAS LEGAIS
 - 3.1.1 **A Lei Sarbanes-Oxley**

3.1.2	A Lei Dodd-Frank
3.2	DEBATES DOUTRINÁRIOS
3.2.1	Os Efeitos <i>Ex Ante</i> e <i>Ex Post</i>
3.2.2	A Imposição de <i>Strict Liability</i>
3.2.3	A Utilização de Sanções ou de Recompensas
4	APLICAÇÃO DA FIGURA DOS <i>GATEKEEPERS</i> ÀS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS DO DIREITO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO
4.1	A REGULAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS COMO <i>GATEKEEPERS</i>
4.1.1	Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários
4.1.2	Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários
4.1.3	Agentes Autônomos de Investimento
4.2	DECISÕES
4.2.1	Decisões da CVM
4.2.2	Decisões da BSM
4.2.3	Decisões do CRSFN
5	REGIME DE REGULAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS COMO <i>GATEKEEPERS</i> NO DIREITO BRASILEIRO: APONTAMENTOS FRENTE ÀS DISCUSSÕES NO DIREITO NORTE-AMERICANO

CONCLUSÃO

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

GLOSSÁRIO

INTRODUÇÃO

Contexto e Objeto

Na década passada, o mercado de valores mobiliários brasileiro cresceu e consolidou-se, demonstrando organização ao enfrentar, sem tantos sobressaltos, a crise financeira que assolou os Estados Unidos e boa parte do mundo em 2008 e nos anos seguintes. A demonstração de estabilidade, combinada com os rendimentos em declínio de aplicações mais conservadoras, favorece o aumento das ofertas e negociações de valores mobiliários, em resposta ao apetite do público doméstico e estrangeiro a tais investimentos.

A comprovação disto é amplamente verificada nas notícias econômicas dos últimos anos.

No ano de 2009, o mercado de valores mobiliários brasileiro vivenciou o processo de abertura de capital do Banco Santander S.A., mediante oferta de *units*¹ que movimentou R\$ 14,1 bilhões, sendo, possivelmente, a maior oferta pública inicial ocorrida no mundo naquele ano².

Em 2010, a Petrobrás S.A. realizou oferta pública, que foi anunciada, na época, como a maior da história do capitalismo³, captando R\$ 115 bilhões com as ações oferecidas ao mercado⁴.

Em 2011, a empresa norte-americana Bats Global Markets, Inc., anunciou a intenção de estabelecer uma bolsa de valores no Brasil⁵, estabelecendo concorrência à única instituição existente.

Em 2012, foi entregue à CVM um estudo sobre o mercado acionário brasileiro, abordando os efeitos de uma eventual concorrência entre diferentes ambientes de

¹ *Units* são os certificados de depósito de ações previstos pelo Artigo 43 da Lei 6.404/76.

² Santander Brasil estreia na Bovespa com oferta recorde. *Época NEGÓCIOS Online*, 07.10.2009. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,EMI97284-16359,00SANTANDER+BRASIL+ESTREIA+NA+BOVESPA+COM+OFERTA+RECORDE.html>>. Acesso em: 02.11.2009.

³ *BM&FBOVESPA celebra com Petrobras a maior oferta de ações da história e anuncia a segunda posição do mundo em valor de mercado*, 24.09.2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2010/Cerimonia-de-Oferta-Publica-de-Acoes-da-Petrobras-na-BM&FBOVESPA-2010-09-23.aspx?tipoNoticia=1&idioma=pt-br>>. Acesso em: 17.10.2010.

⁴ *Petrobras capta R\$ 115 bilhões em oferta pública*, 30.09.2010. Disponível em: <http://gazetaweb.globo.com/v2/noticias/texto_completo.php?c=213568>. Acesso em: 17.10.2010.

⁵ *Época NEGÓCIOS Online*, 15.02.2011. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,ERT211327-16359,00.html>>. Acesso em: 20.05.2012.

negociação de ações. Tal estudo foi custeado por sociedade corretora, em razão de termo de compromisso firmado com a autarquia para encerrar processo administrativo⁶.

Em 2013, a ATS Brasil S.A. deu início, perante a CVM, ao pedido de constituição de uma nova bolsa de valores mobiliários no país⁷.

Nesse contexto, é imprescindível tirar proveito das recentes experiências negativas no âmbito internacional e indagar se a estabilidade do nosso mercado de valores mobiliários tem bases confiáveis. Diversas questões devem ser suscitadas. Dentre elas:

— No mercado primário de valores mobiliários⁸, as emissões ofertadas transmitem as informações necessárias sobre as condições em que o investimento poderá obter sucesso, bem como o risco a que o investidor está sujeito?

— No mercado secundário⁹, a negociação dos valores mobiliários em circulação é isenta de pressões artificiais, eventualmente criadas por algum agente do mercado?

Uma resposta negativa leva à conclusão de que estamos diante de um “*market for lemons*”¹⁰, em que os ativos de má qualidade atingem o preço dos ativos de boa qualidade, visto que as dificuldades em diferenciá-los são inerentes ao próprio mercado em exame. No mercado primário, o impacto disto é sentido na diminuição do valor captado pelo emissor. No mercado secundário, afeta a formação dos preços dos ativos negociados.

É na esfera da investigação de mecanismos que possam mitigar este e outros problemas do mercado secundário que desenvolvemos o presente estudo. Examinamos o

⁶ ENNES, Juliana. Gradual pagará estudo para encerrar processo da CVM. *Valor Econômico*, 25.11.2011, p. D2.

⁷ CVM. Processo Administrativo SP-2013-375, Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, data de abertura: 27.08.2013. Interessada: ATS Brasil S.A.

⁸ Sobre o conceito de mercado primário, veja-se o seguinte entendimento:
No mercado primário ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. É no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação de recursos do público. Os recursos são canalizados diretamente para as entidades emissoras, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos de investimentos. Subscrevendo os valores mobiliários, os poupadores, por seu turno, passam a participar dos resultados do empreendimento econômico. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2. ed. rev. e atual., Rio de Janeiro, Renovar, 2008, p. 10.

⁹ Sobre a definição de mercado secundário, veja-se a seguinte lição:
Já no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. Na realidade, as operações de mercado secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2. ed. rev. e atual., Rio de Janeiro, Renovar, 2008, p. 10.

¹⁰ [Tradução livre: “mercado de limões”.] No mercado de carros usados, utilizado como exemplo pelo autor, visto que não há como o comprador avaliar a diferença entre carros bons e carros ruins (estes últimos, denominados “*lemons*”), o preço dos carros bons e ruins no mercado será nivelado. AKERLOF, George A.. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, Aug., 1970. p. 489- 490.

efeito das normas jurídicas sobre as corretoras, as distribuidoras e os agentes autônomos de investimento na formação de estruturas sólidas para os negócios jurídicos de mercado secundário realizados em mercados de bolsa e/ou em mercado de balcão organizado (que, doravante, para fins de simplificação, chamaremos de “mercado secundário organizado”).

Em específico, analisamos como a atribuição da qualificação de *gatekeeper*, figura construída pelo Direito Comparado e já incorporada ao Direito nacional, justifica a imposição, sobre estes participantes, de uma série de deveres e responsabilidades mais rigorosos do que aqueles que originalmente lhe eram atribuídos em função da espécie de serviço prestado. Trata-se de responder, no plano do regime jurídico nacional aplicável ao mercado secundário organizado, à pergunta formulada por Kraakman em um dos primeiros estudos sobre os *gatekeepers*: “*When should we impose liability on parties who, although not the primary authors or beneficiaries of the misconduct, might nonetheless be able to prevent it?*”¹¹.

No que concerne à prevenção de ilícitos, apontamos como o sistema normativo presta-se à prevenção de condutas contrárias ao mercado. A seu turno, na seara das medidas sancionadoras, avaliamos em que medida a regulação existente pune o agente faltoso de forma célere, justa e de forma a coibir a ocorrência de novos atos ou omissões semelhantes.

Justificativa e Escopo

É fundamental que o debate sobre o impacto da conduta das instituições intermediárias e das normas que as regem sobre a higidez do mercado de valores mobiliários antecipe-se ao surgimento de eventuais fraudes ou crises, abalando a confiança até hoje adquirida.

Nesse sentido, o tema já vem sendo objeto de relevantes inovações normativas nos últimos anos, comprovando a sua importância.

Com o advento da Instrução CVM 476, que regulou as ofertas públicas com esforços restritos, a tendência adotada pela CVM é de conceder gradativamente maiores responsabilidades às instituições participantes do mercado. No caso da Instrução CVM

¹¹ [Tradução livre: “Quando deveríamos impor responsabilidade sobre partes que, embora não sejam os autores ou beneficiários diretos da infração, devam, não obstante, ser capazes de preveni-las?”]

476, o incremento da responsabilidade¹² veio como contrapartida direta à redução de informações a serem apresentadas e à desnecessidade de registro da emissão. Trata-se de sinalização importante, por parte da CVM, de que as instituições participantes das ofertas de valores mobiliários vêm mantendo padrões de conduta adequados, exercendo papel de colaboração¹³.

No campo do mercado secundário, a Instrução CVM 505, que entrou em vigor em 02.04.2012, atualizou as normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados, impondo deveres de controle mais rigorosos às instituições intermediárias, a exemplo da obrigatoriedade de gravação das ordens transmitidas por telefone ou sistema de voz¹⁴.

Novos aperfeiçoamentos ao mercado secundário já foram submetidos a recente debate e são hoje objeto de diplomas específicos. O Edital de Audiência Pública SDM nº 15/2011, que propôs minuta de instrução sobre o dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente, conhecido na praxe como processo de *suitability*¹⁵, resultou na Instrução CVM 539. A seu turno, o Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2012 propôs a modernização de dispositivos da Instrução CVM 301, sobre prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, culminando na edição da Instrução CVM 523.

A regulamentação acima mencionada atribui papel ativo às instituições participantes do mercado de valores mobiliários na colaboração com o órgão regulador. Todavia, se a confiança concedida e o papel de colaborador vier a ser desrespeitado, torna-se necessário que o aparato normativo do Direito do Mercado de Valores Mobiliários¹⁶

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 53.

¹² Dois exemplos concretos do aumento de responsabilidade das instituições intermediárias de ofertas de valores mobiliários trazidos pela Instrução CVM 476 são (i) a necessidade de guarda e arquivo pela própria instituição da documentação referente à oferta com esforços restritos e (ii) o estabelecimento de procedimentos, pela própria instituição intermediária, para controle do número máximo de 50 investidores a serem acessados.

¹³ PEREIRA FILHO, Valdir Carlos; HAENSEL, Taimi. A Instrução CVM 476 e as Ofertas Públicas com Esforços Restritos. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 45, julho-setembro de 2009, p. 337.

¹⁴ Instrução CVM 505, Artigo 14, caput: *O intermediário que atue em mercado organizado deve manter sistema de gravação de todos os diálogos mantidos com seus clientes, inclusive por intermédio de prepostos, de forma a registrar as ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz.*

¹⁵ *Esse dever decorre da necessária proteção aos investidores do mercado, que implica a obrigação de o participante de mercado atuar com boa-fé, diligência e lealdade em relação aos seus clientes.* CVM. Edital de Audiência Pública nº 15/2011, Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, 13.12.2011.

¹⁶ As expressões Mercado de Capitais e Mercado de Valores Mobiliários podem ser utilizadas como sinônimas (Vide MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais*. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999, p. 22). Entretanto, preferiremos esta última, tendo em vista que

esteja suficientemente equipado para punir desvios. Ainda, faz-se necessário que tais punições tenham o condão de servir como fator inibitório à reincidência.

Nosso estudo promove a sistematização da regulação¹⁷ sobre as instituições intermediárias do mercado secundário organizado na qualidade de *gatekeepers*, analisando suas eficiências e deficiências em relação ao escopo pretendido pelo sistema regulatório. Empreendemos, com o mesmo objetivo, o exame dos deveres e responsabilidades atribuídos ao *gatekeeper* pelas decisões administrativas existentes. Tais investigações fornecem amplo material para proposição de mudanças e aperfeiçoamentos à regulação, sempre visando à melhoria do sistema de proteção ao investidor e ao desenvolvimento de um mercado de valores mobiliários seguro para as operações nele versadas.

Tratamos, também, das contribuições que as experiências do Direito Comparado fornecem para aperfeiçoamentos do regime jurídico pátrio.

Delimitações

Uma vez contextualizado, exposto e justificado o tema investigado, traçamos, a seguir, o alcance e os limites impostos a este estudo.

Nosso primeiro corte metodológico recai sobre os *sujeitos* objeto de análise. Investigam-se tão-somente as corretoras, as distribuidoras e os agentes autônomos de investimento como *gatekeepers*¹⁸. Estas instituições intermediárias, quando examinadas sob o viés doutrinário que as classifica como “instituições auxiliares”¹⁹ do sistema

a primeira também poderia ser utilizada para designar o mercado de dinheiro como um todo, abarcando o mercado em que há um intermediário obrigatório na operação e o mercado em que os recursos circulam diretamente do investidor para o tomador que necessita de recursos (Conforme lição de SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 135, julho-setembro 2004. p. 139). Ainda, pela praxe, utiliza-se a expressão mercado de capitais para referir-se ao mercado que engloba também títulos, além de valores mobiliários. Como nosso estudo não tratará do mercado de títulos, justifica-se, igualmente por este motivo, a escolha da expressão mercado de valores mobiliários.

¹⁷ Utilizamos da acepção ampla de Otavio Yazbek para regulação, para quem o termo *engloba atividades estatais que vão da criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores*. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. ampl., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 184.

¹⁸ Também é permitido aos bancos de investimento realizar serviços de intermediação em mercado secundário no mercado de balcão organizado. Escolhemos, todavia, por corte metodológico, cuidar neste estudo somente das instituições que atuam em todos os segmentos que convencionamos acima chamar de mercado secundário organizado.

¹⁹ Na classificação dúplici de YAZBEK (instituições que provêm crédito e instituições auxiliares), as instituições auxiliares são aquelas que *operam como intermediárias na aquisição de ativos ou na*

financeiro, atuam na aproximação entre as partes interessadas em negociar seus ativos, na mitigação dos riscos relacionados à “pós-negociação”, no bloqueio à realização de operações contrárias ao ordenamento, bem como participam da aplicação das normas estabelecidas.

Tal corte está intimamente vinculado ao segundo corte metodológico operado, referente à *função* exercida por estas partes. Isto porque analisamos os sujeitos mencionados, na qualidade de *gatekeepers*, exclusivamente em sua atuação como intermediários na negociação de valores mobiliários em mercado secundário organizado, ou seja, no exercício das atividades mencionadas no parágrafo antecedente. Excluem-se as atividades em mercado de balcão não organizado, na medida em que este “não dispõe de todo um complexo de regras que disciplinem a realização das negociações”²⁰, e é justamente sobre o complexo de regras que recai nosso interesse.

O terceiro corte imposto diz respeito ao *escopo* da aplicação da figura. Para o presente estudo, enfocamos o debate sobre a eficiência de políticas regulatórias, sobre a elaboração da norma jurídica com o fim de prevenir ilícitos através dos deveres impostos e de coibir a reincidência através das sanções aplicadas. Assim, o viés escolhido privilegia a análise dos efeitos de se atribuir a qualidade de *gatekeeper* a certas instituições intermediárias, no contexto do desenvolvimento de uma política de regulação eficiente para a atividade de intermediação no campo das operações realizadas em mercado secundário organizado.

É importante destacar que não é objeto deste estudo perquirir sobre a natureza ou extensão da responsabilidade dos sujeitos em exame em sua relação com o investidor em uma eventual falha daqueles na prestação de serviços de intermediação. A relação contratual aí estabelecida deve ser objeto de indagações no campo do Direito Obrigacional, que mereceriam investigação própria em função da atualidade, aplicação e extensão do tema.

Nosso enfoque, ressalte-se, recai sobre a intervenção do Estado no domínio econômico. Com isso, alia-se à identificação das regras e decisões que atribuem atividades de *gatekeeper* a estas instituições, a avaliação do impacto dessas regras e decisões à luz da doutrina sobre os *gatekeepers*. Assim, buscamos dar contornos mais definidos ao que configura, hodiernamente, a figura dos *gatekeepers* aplicada às corretoras, às distribuidoras

realização de investimentos de forma direta ou indireta. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. ampl., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 159.

e aos agentes autônomos de investimento no mercado secundário organizado no âmbito do regime jurídico nacional.

Outra delimitação de nosso estudo diz respeito a um corte doutrinário, visto que limitamos o alcance do nosso estudo a *gatekeepers* considerados pela doutrina estrangeira como externos ao emissor.

Não abordamos os *gatekeepers* considerados internos ao emissor de valores mobiliários, a exemplo de controladores, diretores, administradores, conselheiros e advogados internos da companhia. A razão disso é que estes últimos agentes merecem investigação própria, na medida em que se comportam como *gatekeepers* em uma diversidade de situações, de particular importância para o Direito Societário, afetando diretamente o governo da companhia. Complementarmente, sua atuação também se faz indispensável em caso de emissões e distribuições de valores mobiliários, bem como para assegurar que os papéis da companhia em circulação reflitam o devido valor. Acresce a isso que são sujeitos a ordenamento específico.

A seu turno, os *underwriters*, os auditores independentes, as agências de classificação de risco e os analistas de valores mobiliários serão examinados apenas na medida em que auxiliam o entendimento do conceito de *gatekeeper*. Tratam-se de instituições também externas ao emissor, cujas atividades são cruciais para o mercado de valores mobiliários. Entretanto, sua atuação difere em natureza da atividade exercida pelas instituições que realizam a intermediação de valores mobiliários em operações de mercado secundário organizado.

Também não aprofundamos o papel dos advogados como *gatekeepers*. Discussão em voga na doutrina estrangeira, em nosso regime jurídico tal debate seria sujeito à análise das leis pertinentes à regulação da atividade do profissional do Direito, e não ao ordenamento jurídico do mercado de valores mobiliários. Embora interessante, o tema também merece estudo próprio, de forma que aqui são tratados também apenas para contribuir com a compreensão do conceito dos *gatekeepers*.

Estrutura

Nossa pesquisa está dividida em três partes.

²⁰ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999, p. 65.

No primeiro capítulo, iniciamos pelos eventos econômicos da última década que mostram a importância do estudo dos *gatekeepers*. Na sequência, examinamos a conceituação formulada pela doutrina para a figura dos *gatekeepers*, bem como as características que lhes são próprias, os sujeitos específicos que assim são identificados e o uso dos *gatekeepers* como parte de uma estratégia regulatória. O capítulo é encerrado com o panorama das reformas legais e debates de destaque no Direito dos Estados Unidos sobre o tema.

No segundo capítulo, examinamos a aplicação da figura às instituições intermediárias atuantes no mercado secundário organizado de valores mobiliários no Direito pátrio.

No plano nacional, analisamos normas de Direito do Mercado Financeiro e de Valores Mobiliários, apontando onde o ordenamento jurídico determina que os participantes do mercado de valores mobiliários incluídos em nosso estudo se comportem como *gatekeepers*. Ressalte-se que, na regulação, a CVM cristalizou em edital de audiência pública o reconhecimento de que as normas vigentes já atribuem aos intermediários obrigações e responsabilidades específicas no exercício do papel de *gatekeepers*²¹. De suma importância, portanto, a análise das regras da CVM sobre os participantes do mercado.

No plano das decisões, analisamos os julgados da CVM²² e do CRSFN, de forma a verificar a aplicação concreta dada às normas. Igualmente no campo administrativo, temos, ainda, as decisões proferidas pela BSM, conforme competência conferida pela Instrução CVM 461. A seu turno, verificamos em que medida o Poder Judiciário se aproxima do tema.

Por fim, no último capítulo, empreendemos a análise crítica da regulação das instituições intermediárias selecionadas para os fins deste estudo como *gatekeepers* no Direito pátrio, frente aos debates recorrentes no Direito Comparado, identificando os pontos de contato e de diferença entre os sistemas.

²¹ Veja-se o Edital de Audiência Pública nº 03/2010, sobre a modificação da regulamentação de agentes autônomos de investimento: *Por fim, é importante lembrar que a regulação vigente já atribui aos intermediários, pela sua natureza de gatekeepers, determinadas atividades de acompanhamento das atividades de seus clientes, ficando aqueles obrigados a efetuar determinadas comunicações para os reguladores, sobretudo em caso de indícios de irregularidades.* (Grifo no original). CVM. Edital de Audiência Pública nº 03/2010, Pres. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 22.04.2010, p. 2.

²² Veja-se, exemplificativamente, o voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa em sede de Processo Administrativo Sancionador, tratado no item 4.2.1 deste estudo. CVM. Processo Administrativo Sancionador 12/04, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, 01.08.2006.

1. CONTEXTUALIZAÇÃO: FRAUDES, CRISES, ESCÂNDALOS E “BOLHAS” NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NOS ANOS 2000

A doutrina faz menção a dois momentos de crise econômica no mundo, atingindo de forma particular os Estados Unidos, em que a falha nos deveres de conduta de determinados profissionais e instituições do mercado de valores mobiliários teria justificado o interesse em se promover a reformulação do papel de tais agentes, assim como do regime regulatório aplicável. Abordaremos, neste capítulo, as fraudes de 2001/2002 e a crise de 2007/2008, de forma a compreender as bases concretas em que o questionamento sobre a atuação dos *gatekeepers* ganhou força.

Os estudos sobre as crises acima abordadas são de suma importância, na medida em que colocaram em evidência a atuação destes profissionais e instituições. Identificou-se, com as crises, que há uma série de incentivos e fatores que levam o agente participante do mercado de valores mobiliários a atuar de forma contrária ao papel de “cão de guarda” que a eles era habitualmente atribuída.

1.1 AS FRAUDES DE 2001/2002

Entre os anos de 2001 e 2002, os Estados Unidos, em particular, e o mundo assistiram o desenrolar de uma série de escândalos contábeis e financeiros envolvendo companhias e profissionais dos mercados financeiro e de valores mobiliários²³, levando ao desaparecimento de diversas instituições²⁴ e ao descrédito em relação aos profissionais de mercado envolvidos.

As fraudes do período envolveram companhias em estado de maturidade diferente daquelas iniciantes envolvidas na chamada bolha das empresas de tecnologia dos anos 90. Exemplo daquelas são a Enron e a WorldCom, os casos emblemáticos da época,

²³ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 15.

²⁴ A falência da Enron e da WorldCom forma as duas maiores da história dos Estados Unidos. COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 15.

além de empresas como Global Crossing, Tyco e Parmalat²⁵, todas instituições já consolidadas em seus ramos de atividade e de significativa participação na economia dos países onde atuavam^{26 27 28}.

Leciona a doutrina, nos casos da Enron e da WorldCom, que o objetivo das fraudes seria “*a fervent desire to maximize the corporation’s stock price by any means necessary – sometimes by fabricating earnings, sometimes by deferring expenses, sometimes by hiding liabilities or engaging in bizarre off-balance sheet transactions.*”²⁹

A crise de 2001/2002 trouxe atenção específica a determinados participantes do mercado, externos ao emissor que, falhando em seu dever profissional, contribuíram para a distorção de informações ao mercado. Tratam-se dos auditores independentes e dos analistas de valores mobiliários que, respectivamente, deixaram de apontar manipulações em demonstrações financeiras e recomendaram a aquisição de ativos cujos preços não encontravam fundamento na situação financeira do emissor. Ainda, advogados e agência de classificação de risco de crédito poderiam ter dados sinais da situação de crise das companhias acima mencionadas, e não o fizeram.

O caso usualmente lembrado para ilustrar a época envolveu a Enron, formada pela fusão, em 1985, de duas companhias detentoras de redes de dutos de gás natural. No advento de sua falência, tratava-se da sétima maior companhia dos Estados Unidos³⁰. A

²⁵ E ainda Aol Time Warner, QWest. Adhelfia, Imclone, Salomon Smith, Merck, Xerox, Bristol-Myers. DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 1.

²⁶ A Enron contava com mais de 20.000 empregados pelo mundo e receitas brutas que ultrapassam \$ 100 bilhões à época de sua falência, conforme John C. Coffee, Jr. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 18.

²⁷ A WorldCom, fundada em 1983, foi conquistando o mercado através de incorporações. Em 1998, incorporou MCI Communications em uma operação de \$ 40 bilhões de dólares. Sua eficiência operacional parecia ser a razão do sucesso contra as concorrentes AT&T e Sprint. COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 37.

²⁸ A Parmalat representava 0,8% do produto interno bruto italiano. O grupo, conforme Benedetto e Di Castri, *era un colosso Internazionale del settore alimentare*. DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. Il caso Parmalat e l’indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova dell crack. *Banca Impresa Società*, v. 24, n. 2, giugno 2005. p. 2.

Ainda, segundo Benedetto e Di Castri, possuía 214 empresas controladas, 139 fábricas em 30 países, e empregava 36.359 pessoas, sendo 15.434 na América do Sul. DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 3.

²⁹ [Tradução livre: (...) um desejo fervente de maximizar o preço das ações da companhia por quaisquer meios necessários – às vezes fabricando receitas, às vezes diferindo despesa, às vezes escondendo contingências ou engajando-se em bizarras operações não contabilizadas.] COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 15.

³⁰ Para um histórico apurado da inserção da Enron na economia dos Estados Unidos, vide COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 18.

Enron entrou em colapso quando veio a público que suas demonstrações financeiras haviam sido estruturadas intencionalmente de forma a refletir lucros aos quais não fazia jus e a diminuir contingências efetivamente existentes³¹. A perda do grau de investimento pela Enron disparou os gatilhos contratuais de inadimplência, conforme previsão contida nos instrumentos de dívida assumidos pela companhia. A companhia, sem condições de honrar os compromissos exigidos antecipadamente, requereu falência em 02 de dezembro de 2001.

Incongruentemente, as recomendações de compra dos ativos da Enron mantiveram-se até perto da sua quebra³².

Como aponta Coffee, ocorreram fraudes tão “espetaculares” quanto as do caso Enron ao longo das últimas décadas. Contudo, tais fraudes não teriam, de modo geral, causado distúrbios ao mercado como um todo³³, como ocorreu em 2001/2002. Sobre as lições trazidas pelo caso, o autor identifica que:

*Behind this disruption lies the market's discovery that it cannot rely upon the professional gatekeepers – auditors, analysts, and others – whom the market has long trusted to filter, verify and assess complicated financial information. Properly understood, Enron is a demonstration of gatekeeper failure, and the question it most sharply poses is how this failure should be rectified.*³⁴

³¹ Este histórico é dado por COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006.

³² *As late as October 2001, shortly before Enron declared bankruptcy, fifteen of the sixteen securities analysts covering the company maintained “buy” or “Strong buy” recommendations on its stock. Yet, months earlier, as of December 31, 2000, Enron already had a stock price that was seventy times its earnings and six times its book value. Further, it had earned an eighty-nine percent return for the year despite a nine percent decrease over the same period for the S&P 500 index. Such a profile should have alerted any half-awake analyst to the possibility that Enron was seriously overvalued.*

[Tradução livre: “Em outubro de 2001, pouco tempo antes de a Enron declarar falência, quinze dos dezoito analistas de valores mobiliários que acompanhavam a companhia mantiveram recomendações de ‘comprar’ ou ‘fortemente comprar’ suas ações. Ainda, meses antes, em 31 de dezembro de 2000, a Enron já tinha um preço por ação que era setenta vezes sua receita e seis vezes seu valor contábil. Além disso, tinha recebido um retorno de oitenta e nove por cento para o ano apesar de uma queda de nove por cento do index S&P 500 para o período. Tal perfil deveria ter alertado qualquer analista semi-acordado para a possibilidade que a Enron estava superavaliada.”]

COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 286.

³³ E exemplifica com os casos de fraude como Equity Funding of America, Bre-X Minerals Ltd, Lincoln Savings & Loan, BCCI Bank. Ainda, identifica quedas de valor de mercado maiores que as das ações da Enron, a exemplo de Lucent Technologies e Cisco Systems. Os efeitos ao mercado e a consequente necessidade de intervenção estatal, contudo, teriam sido o diferencial do caso Enron. COFFEE, JR., John C.. Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p.1404.

³⁴ [Tradução livre: “Atrás desta perturbação jaz a descoberta do mercado que ele não pode confiar nos *gatekeepers* profissionais – auditores, analistas e outros – nos quais o mercado tem há muito confiado para filtrar, verificar e avaliar informações financeiras complicadas. Entendendo de forma apropriada, a Enron é uma demonstração de falha dos *gatekeepers*, e a questão que mais contundentemente impõe

Enquanto aprofundaremos mais a frente o significado da expressão *gatekeeper*, por hora, é importante notar como a doutrina enfatiza o papel preponderante desempenhado pelos auditores e analistas na fraude ocorrida. E em que teria diferido a conduta de tais participantes do mercado, no caso da Enron, de forma a contribuir tão significativamente para a crise da empresa, como graves repercussões sistêmicas para o mercado de valores mobiliários? Considerando que auditores e analistas são figuras há muito presentes no mercado, o que mudou, de forma que tais profissionais colocassem sua reputação em risco?

Propõe a doutrina que o aumento de irregularidades financeiras ocorridas em 2001 e 2002 foi “*the natural and logical consequence of trends and forces that had been developing for some time*”³⁵.

Nesse sentido, em artigo contemporâneo aos problemas enfrentados pela Enron, John C. Coffee Jr. empreende o exame de duas possíveis causas subjacentes que teriam contribuído para incentivar auditores e analistas a falharem em seus deveres profissionais em relação à Enron³⁶. As hipóteses seriam as seguintes:

- (i) **A Explicação da Dissuasão (*Deterrence Explanation*)**: avalia-se, nesta hipótese, em que medida a redução dos fatores de dissuasão impostos aos auditores nos anos 90 teria contribuído para que compactuassem com as práticas contábeis direcionadas pela administração das companhias emissoras. O autor identifica determinados precedentes da Suprema Corte norte-americana e reformas legislativas que teriam reduzido a responsabilidade legal dos auditores, diminuindo os custos da responsabilização em caso de violação da lei^{37 38}. Adicionalmente, propõe que as medidas de *enforcement* da SEC

é como esta falha deva ser retificada.”] COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p.1404-1405.

³⁵ [Tradução livre: “A consequência lógica e natural de tendências e forças que estavam se desenvolvendo há algum tempo.”]

COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990’s. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 271.

³⁶ COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1403-1420.

³⁷ O autor identifica os seguintes casos:

(1) *the Supreme Court’s Lampf v. Gilbertson decision in 1991, which significantly shortened the statute of limitations applicable to securities fraud*;

(2) *the Supreme Court’s Central Bank of Denver decision, which in 1994 eliminated private “aiding and abetting” liability in securities fraud cases*;

entre as décadas de 80 e 90 teriam sido direcionadas para outras áreas. Por fim, durante a década de 90, as cinco maiores firmas de auditoria, conhecidas como *Big Five*³⁹, teriam passado a comercializar o serviço de auditoria com a função introdutória de captar a prestação de serviços de consultorias variadas, mais lucrativo⁴⁰.

(3) the *Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)*, which (a) raised the pleading standards for securities class actions to a level well above that applicable to fraud actions generally, (b) substituted proportionate liability for “joint and several” liability, (c) restricted the sweep of the *Racketeering Influence and Corrupt Organizations Act (RICO)* so that it could no longer convert securities fraud class actions for compensatory damages into actions for treble damages, and (d) adopted a very protective safe harbor for forward-looking information; and
(4) the *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998 (SLUSA)* which abolished state court class actions alleging securities fraud.

[Tradução livre:

“(1) a decisão da Suprema Corte *Lampf vs. Gilbertson*, em 1991, que significativamente diminuiu o período de prescrição aplicável a fraudes com valores mobiliários;

(2) a decisão da Suprema Corte sobre o Banco Central de Denver, que, em 1994, eliminou a responsabilização privada por casos de ‘auxílio e cumplicidade’ em casos de fraudes em valores mobiliários;

(3) a Lei de Reforma dos Processos Privados Envolvendo Valores Mobiliários de 1995 (*‘Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)’*), que (a) aumentou os padrões das causas de pedir para ações civis públicas envolvendo valores mobiliários (*‘securities class actions’*) a um nível bem maior do que o aplicável a ações envolvendo fraudes em geral, (b) substituiu responsabilidade proporcional por responsabilidade ‘conjunta e solidária’, (c) restringiu o alcance da Lei sobre Influência Extorsiva e Organizações Corruptas (*‘Racketeering Influence and Corrupt Organizations Act (RICO)’*) para que não mais pudesse converter ações civis públicas buscando indenização compensatória em ações buscando o triplo dos danos; e (d) adotou uma série de medidas protetivas para informações prospectiva;

e
(4) a lei de Uniformização de Padrões para Processos Envolvendo Valores Mobiliários de 1998 (*‘Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998 (SLUSA)’*) que aboliu ações civis públicas movidas em tribunais estatais com base em fraudes em valores mobiliários.”

COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1409-1410.

³⁸ Em artigo subsequente, o autor traz evidência empírica de que as alterações teriam desencorajado a promoção de ações coletivas contra réus que não fossem os réus imediatos. Neste sentido, mostra estudo da SEC após a promulgação da PSLRA em 1995, investigando a quantidade de ações envolvendo questões de auditoria contra as maiores firmas da época. O estudo mostrou crescente declínio após a promulgação da lei, vez que, em 1996, apenas 6 ações envolveram tais firmas, em um universo de 105 *class actions* (ações civis públicas), e, ainda, nenhuma ação foi promovida contra advogados internos e 19 contra *underwriters*. Comparativamente, em 1990, 192 ações envolvendo auditoria foram movidas; em 1991, 172 ações; e, em 1992, 141. COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990’s. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 289.

³⁹ Especificamente, Arthur Andersen LLP, Deloitte & Touche LLP, Ernst & Young LLP, KPMG LLP, e PricewaterhouseCoopers LLP. COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990’s. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 282.

⁴⁰ (...) *Prior to the mid-1990s, the provision of consulting services to audit clients was infrequent and insubstantial in the aggregate. Yet, according to one recent survey, the typical large public corporation now pays its auditor for consulting services three times what it pays the same auditor for auditing services.* (...) (Grifamos)

[Tradução livre: “(...) Antes de meados da década de 90, a prestação de serviços de consultoria para clientes de auditoria era pouco frequente e pouco substancial no agregado. Ainda, de acordo com uma pesquisa recente, a típica grande companhia aberta agora paga a seu auditor por serviços de consultoria três vezes o que paga para o mesmo auditor por serviços de auditoria.”

COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1410-1411.

(ii) **A História do Mercado Irracional (*Irrational Market Story*):** a segunda hipótese de análise fornecida pelo autor trabalha a hipótese da crise causada pela Enron configurar-se como uma bolha especulativa. Em tal cenário, a contratação dos auditores teria fundamento puramente na obrigação legal ou porque nenhuma empresa estaria disposta a chamar atenção ao dispensar seu uso⁴¹. Isso porque, em cenário de bolha especulativa, os emissores não precisam contar com entidades participantes do mercado para atrair investidores⁴². Em tal cenário, para manter-se no mercado, o auditor tenderá a ser complacente e a manter baixos os custos do seu serviço, conclui o autor.

Quanto aos analistas de valores mobiliários, o autor identifica maior gravidade. Isso porque a remuneração por seus serviços atrelava-se, à época, cada vez mais, às atividades dos bancos de investimento, na medida em que suas recomendações poderiam contribuir para o sucesso dos *initial public offerings* (“IPOs”). Os analistas, portanto, assim como os auditores, passara a sofrer pressões externas de quem “*had little reason to respect or observe the standards or professional culture within the gatekeeper’s profession*”⁴³.

O autor aponta, com mais brevidade, as influências de outros fatores para a crise da Enron (a remuneração de executivos via *stock options*, a ausência de competição entre as *Big Five*, a dificuldade em imputar a culpa pelas fraudes aos auditores, problemas na relação *principal/agent*⁴⁴ entre o auditor e a companhia e na relação daquele com os

⁴¹ Em estudo subsequente, o autor assim complementa: *As a result, in a an atmosphere of market euphoria, because investors negerally rely less on gatekeepers, managers, in turn, regard them as more of a formality then a necessity.* COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990’s. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 293.

⁴² COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1412.

⁴³ No texto completo:

Hence, just as in the case of the auditor, the analysts’ economic position became increasingly dependent on favoring the interests of persons outside their professions (i.e., consultants in the case of the auditor and investment bankers in the case of the analyst) who had little reason to respect or observe the standards or professional culture within the gatekeeper’s profession.

[Tradução livre: “Assim, como no caso do auditor, a posição econômica do analista tornou-se crescentemente dependente do favorecimento de interesses de pessoas fora de suas profissões (i.e. consultores, no caso do auditor, e bancos de investimento, no caso do analista) que tinham pouca razão para respeitar ou observar os padrões ou cultura profissional inerentes à profissão do *gatekeeper*.”]

COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1413.

⁴⁴ A relação entre *principal* e *agent* é assim caracterizada:

prestadores de serviços de consultoria⁴⁵). E conclui, em relação às duas hipóteses centrais, que denomina de “histórias”, que a importância de se aceitar uma ou outra, embora as entenda complementares, reside nas reformas que se devem empreender como consequência⁴⁶. No caso da história da dissuasão, reformas legais podem se fazer necessárias. No caso da bolha, o problema do mercado tenderia a se resolver sozinho, voltando os participantes a observarem seus deveres de conduta para poderem voltar a atrair investidores. Medidas regulatórias só se fariam cabíveis se isso não viesse a ocorrer.

Por fim, conclui que os problemas da Enron tiveram maior causa na falha dos intermediários reputacionais do mercado de valores mobiliários do que em problemas de sua administração. Ainda, propõe que esta constatação gere debates tendentes a reformas, visto que, como se viu na crise da Enron, dadas certas condições, o capital constituído pela reputação dos participantes do mercado poderá não ser um bem que estes procurarão privilegiar⁴⁷.

Em estudo subsequente, o autor aprofunda a questão do traço distintivo das fraudes da Enron em relação a crises passadas não serem as falhas da administração ou da governança da empresa. Para o autor, a questão maior que se impõe consiste em investigar como certas tendências relativas à administração e à governança das empresas que se

The relationship of agency is one of the oldest and commonest codified modes of social interaction. We will say that an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decision problems. Examples of agency are universal. Essentially all contractual arrangements, as between employer and employee or the state and the governed, for example, contain important elements of agency.

[Tradução livre: “A relação de agência é um dos mais antigos e mais comuns modos codificados de interação social. Nós diremos que uma relação de agência surgiu entre duas (ou mais) partes quando uma, designada como agente, age por, ou em nome de, ou em representação de outra, designada de principal, em um campo particular de decisão de problemas. Exemplos de agência são universais. Essencialmente todos os arranjos contratuais, como entre empregador e empregado ou entre estado e o governado, por exemplo, contêm elementos importantes de agência.”]

ROSS, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem. *American Economic Review*, v. 63, 1973, p. 134. Disponível em: <<http://www.aeaweb.org/aer/top20/63.2.134-139.pdf>> Acesso em: 30.01.2014..

⁴⁵ *More important, the audit partner now also had an ally in the consultants who similarly would want to keep their mutual client satisfied, and together they would form a coalition potentially able to override the protests of their firm’s internal audit unit (if it felt that an overly aggressive policy was being followed).*

[Tradução livre: De forma mais importante, o auditor-sócio agora tem um aliado nos consultores, que, similarmente, poderiam quer manter o cliente mútuo satisfeito, e, juntos, eles poderiam formar uma coalisão potencialmente capaz de afastar os protestos da unidade de auditoria interna da firma (se essa sentisse que uma diretriz muito agressiva estava sendo perseguida).”]

COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1415.

⁴⁶ COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1416.

⁴⁷ COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1416.

desenvolveram nas décadas antecedentes conduziram os intermediários do mercado de valores mobiliários a compactuar com os delitos perpetrados⁴⁸.

Também entende não se justificarem as fraudes de 2001/2002 exclusivamente no estouro de uma bolha especulativa, que define como o “*state of market euphoria in which investors lose their normal skepticism*.”⁴⁹ Ainda que os intermediários tivessem maiores incentivos para compactuar com as fraudes realizadas em um contexto de bolha, relembra o autor os deveres inerentes à atividade de auditor:

*Even if shareholders care little about the auditor's reputation, it is still possible for an auditor to intervene effectively and prevent fraud by refusing to certify the issuer's financial statements, by withdrawing its certificate on a later discovery of the fraud, or by notifying the SEC.*⁵⁰

Avalia, então, questões que, nas décadas anteriores à crise, contribuíram para formar o cenário que permitiu seu acontecimento.

O autor retoma a questão da remuneração dos administradores e diretores via *stock options* como forma de promover o alinhamento dos interesses destes com o valor do valor mobiliário em mercado⁵¹. Ainda, certas medidas de revisão da regulamentação teriam permitido aos detentores das *stock options* desfazerem-se dos valores mobiliários sem limitação de prazos⁵². Concomitantemente, a década de 90 vê o crescimento da prática do reconhecimento prematuro de receitas pelas empresas. Propõe o autor que há uma correlação entre esta tendência e a remuneração dos administradores: na medida em que perspectivas pouco abonadoras sobre a empresa não fossem veiculadas, a própria parcela

⁴⁸ COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 280.

⁴⁹ [Tradução livre: “estado de euforia do mercado em que investidores perdem seu ceticismo normal.”] COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 272.

⁵⁰ [Tradução livre: “Mesmo que os acionistas pouco se importem com a reputação do auditor, ainda é possível para um auditor intervir de forma efetiva e prevenir fraude negando-se a certificar as demonstrações financeiras do emissor, retirando sua certificação em uma descoberta posterior de fraude ou notificando a SEC.”]

COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 293-294.

⁵¹ COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 274.

⁵² Trata-se da revisão pela SEC do Securities and Exchange Act, §16b, em 1991. O autor assim comenta: *As qualified stock options by their terms usually must be held several years before they become exercisable, this revision meant that most senior executives were free to sell the underlying stock on the same day that they exercised the option; thus they could exploit a temporary spike in the price of the firm's shares. This quickly became the prevailing pattern.* COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 274.

de remuneração do administrador consistente em valores mobiliários da empresa não sofreria desvalorização⁵³.

A conduta dos investidores também teria contribuído para a formação da crise. Ressalta o autor que sequer os investidores institucionais teriam demonstrado ciência de que os valores mobiliários da Enron estariam supervalorizados⁵⁴. Para o autor, tal movimento se explica como um ‘efeito manada’ dos investidores à época e utiliza-se do exemplo dos gestores de recursos de terceiros para demonstrar como isso teria ocorrido.

Nesse sentido, um gestor que tivesse vendido a posição do cliente em ativos da Enron teria que provar a correção de sua escolha ainda naquele trimestre, sob pena de perder o cliente para o concorrente que continuasse apostando na valorização do ativo⁵⁵. Assim, ao antecipar a uma tendência, ainda que se mostrasse correta e reconhecida pelo mercado ao longo do tempo, o gestor poderia sofrer prejuízo, pois seria, tão somente, na visão de Coffee, “*an unfortunately premature prophet*”⁵⁶. De forma inversa, o gestor que segue a ‘manada’ tem em sua defesa o fato de que toda uma coletividade incorreu no mesmo erro⁵⁷.

Igualmente esmiuçado pela doutrina, com o objetivo de se investigar as razões das crises de 2001-2002 é o caso da WorldCom. A empresa surgiu em 1983, prestando serviços de telefonia de longa distância com descontos. Ao longo dos anos, o crescimento da empresa lhe permitiu a aquisição de diversas empresas do ramo⁵⁸.

⁵³ COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 277.

⁵⁴ *Even institutional investors, who own nearly fifty percent of the equity securities listed on the New York Stock Exchange and account for approximately seventy-five percent of its daily trading volume, overlooked or recklessly ignored abundant evidence that should have alerted them. According to one estimate, at the peak of the market bubble large institutional investors held sixty percent of Enron stock. Why didn't they see that Enron was overvalued, particularly once alarm bells began to sound?*

[Tradução livre: “Até investidores institucionais, que são proprietários de aproximadamente cinquenta por cento dos valores mobiliários de participação da bolsa de valores de Nova Iorque e respondem por aproximadamente setenta e cinco por cento de seu volume diário de negócios, deixaram de perceber ou negligentemente ignoraram provas abundantes que deveria tê-lo alertado. De acordo com uma estimativa, no pico da bolha do mercado grandes investidores institucionais detinham sessenta por cento das ações da Enron. Por que eles não viram que a Enron estava superavaliada, especialmente quando os sinos de alarme começaram a soar?”]

COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 298-299.

⁵⁵ COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 299.

⁵⁶ [Tradução livre: “um profeta desafortunadamente prematuro.”]

COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 299.

⁵⁷ COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 299.

⁵⁸ Este histórico é dado por COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 37.

Assim, como a Enron, a crise da WorldCom envolveu intrincadas fraudes contábeis, no intuito de valorizar seus valores mobiliários⁵⁹. Em linhas gerais, apresentou em suas demonstrações financeiras a contabilização de custos (especificamente, os custos com o uso das linhas telefônicas que utilizava) como receita (neste caso, ativos adquiridos pela empresa)⁶⁰. A falência da empresa ocorreu em julho de 2002, após o reconhecimento de que a contabilização era inadequada, devendo ter apontado perdas para o ano de 2001 e primeiro trimestre de 2002⁶¹. Uma série de outras inadequações contábeis foram identificadas posteriormente⁶². Para Coffee:

*In short, in a rapidly consolidating industry, WorldCom was able to acquire rival long-distance service providers, rather than be acquired by them, because it manipulated its reporting of expenses to give it the image of greater efficiency and thereby inflate its stock price.*⁶³

No caso da WorldCom, aponta Coffee que a falha de três espécies de intermediários reputacionais teve papel de destaque.

Primeiramente, tem-se os bancos de investimento. Para financiamento de suas atividades, a WorldCom recorria frequentemente ao mercado de valores mobiliários, utilizando principalmente os serviços da Salomon Smith Barney. Em 2000, a intermediária atuou como *underwriter* na distribuição de uma oferta de títulos da WorldCom no valor de \$ 5 bilhões de dólares americanos⁶⁴. Em 2001, promoveu a distribuição de \$ 11.5 bilhões em títulos, considerada a maior oferta de dívida privada até então⁶⁵. Conforme se apurou após a crise, a preferência pela instituição era eivada de conflitos de interesse, em práticas

⁵⁹ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 15.

⁶⁰ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 37.

⁶¹ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 37.

⁶² COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 38.

⁶³ *In short, in a rapidly consolidating industry, WorldCom was able to acquire rival long-distance service providers, rather than be acquired by them, because it manipulated its reporting of expenses to give it the image of greater efficiency and thereby inflate its stock price*

[Tradução livre: “Em resumo, em uma indústria em rápida consolidação, WorldCom foi capaz de adquirir rivais prestadoras de serviços de longa distancia, ao invés de ser adquirida por elas, porque manipulava suas demonstrações de despesas para refletir a imagem de uma maior eficiência e, desta forma, inflar o preço de sua ação.”]

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 38.

⁶⁴ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 44.

⁶⁵ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 45.

que beneficiavam tanto o controlador e presidente da empresa⁶⁶ quanto o próprio banco de investimentos⁶⁷

Consequentemente, não se mostrava vantajoso à instituição apontar os problemas da cliente. Era este, contudo, seu dever legal⁶⁸.

Os auditores independentes mostraram-se igualmente faltosos em apontar as fraudes conduzidas pela empresa. Assim com na Enron, a instituição contratada era a Arthur Andersen. No caso da WorldCom, os auditores teriam concentrado seu exame nos sistemas instituídos pela empresa para controle riscos, e não na verificação da adequação de suas demonstrações financeiras⁶⁹. Tal postura, conclui a doutrina, estaria condizente com aquela de uma empresa querendo agradar o cliente para vender-lhe ainda mais serviços⁷⁰.

Por fim, os advogados que assessoram os *underwriters* nas operações com valores mobiliários da WorldCom também falharam em apontar irregularidades na empresa⁷¹.

Sumarizando o comportamento dos intermediários do mercado de capitais nos casos da Enron e da WorldCom, entende Coffee que “*Their failings involved sins of omission, not commission.*”⁷² E exemplifica com o exemplo da Arthur Andersen: só quando confrontada com violações legais explícitas da Enron, a auditoria exigiu as correções necessárias. Já no caso da WorldCom, a Arthur Andersen poderia ter

⁶⁶ Bernhard Ebbers, CEO da empresa, teria comprado ações a preços mais baratos em ofertas públicas da empresa (*spinning*, segundo o jargão de mercado), em troca da manutenção do relacionamento comercial com o banco de investimento. COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 40.

⁶⁷ O banco de investimentos teria promovido *due diligences* inadequadas às operações que iria chancelar. Acresce a isso que a empresa empregava, à época, proeminente analista de valores mobiliários na área de empresas de telecomunicações (Jack Grubman), que recomendava fortemente a aquisição de valores mobiliários da WorldCom. COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 40.

⁶⁸ *Under the Securities Act of 1933, the underwriters must conduct a ‘reasonable investigation’ of the statements made by the issuer in its registration statement when the issuer ‘registers’ securities for public sale.* COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 40.

⁶⁹ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 41.

⁷⁰ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 41.

⁷¹ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 44-46.

⁷² [Tradução livre: “As falhas deles envolveram pecados de omissão, não de comissão.”] COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 47.

identificado as fraudes na WorldCom, mas não levou adiante a investigação que poderia ter comprovado o problema⁷³.

Os eventos de fraude não se restringiram aos Estados Unidos. O caso do grupo Parmalat⁷⁴ também chamou a atenção pelas irregularidades cometidas por sua administração e pela complacência das instituições de mercado de valores mobiliários que tinham por dever monitorá-lo⁷⁵.

*In this articulated context of falsehoods and forgeries, where connivance and collusion became the necessary compromise for all the managers and for some gatekeepers, it would have been enough to break of only one ring in the chain for the Tanzy criminal activities to be discovered. Briefly, independent directors and supervisors didn't criticize the management; auditors checking the budgets didn't underline anything in their statements; financial analysts and rating agencies guaranteed group strategies; Italian and foreign banks continued to finance the expansionistic projects of the management; CONSOB and Banca d'Italia didn't recognize any anomalies in the behaviour of company's managers.*⁷⁶

Os primeiros achados do Poder Público italiano encontraram

⁷³ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 47.

⁷⁴ Melis resume que *Parmalat was a complex group of companies controlled by a strong blockholder (the Tanzi family) through a pyramidal device*. Vide o estudo deste autor, ainda, para uma análise mais aprofundada da estrutura do grupo. MELIS, Andrea. Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian case? *Corporate Governance: an International Review*, v.13, n. 4, July 2005, p. 479.

⁷⁵ *Mutatis mutandis, the Parmalat case does recall the Enron case with regard to the failure of the role of the external auditor at Parmalat as gatekeeper, who was either not competent or (more likely in the case of Grant Thornton) not "independent"*.

[Tradução livre: "Mutatis mutandis, o caso Parmalat não se identifica com o caso da Enron com relação a falha do auditor externo como *gatekeeper*, que não foi ou competente ou (o que é mais provável no caso da Grant Thornton) independente".]

MELIS, Andrea. Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian case? *Corporate Governance: an International Review*, v.13, n. 4, July 2005, p. 483.

⁷⁶ [Tradução livre: "Neste contexto articulado de falsidades e de falsificações, onde conivência e colusão tornaram-se o necessário compromisso para todos os administradores e para alguns *gatekeepers*, teria sido suficiente quebrar apenas um elo da corrente para que as atividades criminais de Tanzy fossem descobertas. Em suma, diretores independentes e supervisores não criticaram a administração; auditores verificando os orçamentos não fizeram quaisquer apontamentos em suas manifestações; analistas financeiros e as agências de *rating* garantiram as estratégias do grupo; bancos italianos e internacionais continuaram a financiar os projetos expansionistas da administração; CONSOB e *Banca d'Italia* não reconheceram anomalias no comportamento dos administradores da companhia."]

DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 10.

*systematic alteration of documents, falsification of administrative acts, and distortion of communication and data processing (in particular regarding intragroup operations and relations).*⁷⁷

O intuito de tais irregularidades teria sido encobrir o recorrente desvio de recursos do grupo⁷⁸.

Lecionam os autores Benedetto e Di Castri que a crise do grupo começou a tornar-se público a partir do início de 2003, quando o mercado, a CONSOB (autoridade italiana de mercado de valores mobiliários) e entidades do mercado de valores mobiliários reagiram ao anúncio de que a empresa de captar mais recursos via novas emissões de títulos, com a finalidade de quitar outros títulos em aberto, seguida da desistência da operação⁷⁹.

Em março, a aprovação das demonstrações financeiras de 2002 não trouxeram apontamentos da auditoria sobre problemas no grupo⁸⁰. Uma nova emissão privada, contrariando planejamento financeiro anteriormente divulgado, alertou os analistas de que a empresava enfrentava dificuldades. A CONSOB também tomou medidas para examinar tanto o grupo quanto as auditorias que lhe prestavam serviços.

Ao longo do ano, seguiram-se demonstrações financeiras distorcidas, pedidos de informações pelo regulador, o desencontro entre as recomendações apresentadas pelos analistas e a desconfiança pelo público investidor. A falta de recursos pela empresa tornou-

⁷⁷ [Tradução livre: “sistemáticas alterações de documentos, falsificação de atos administrativos e distorção de comunicação e processamento de dados (em particular, em relação a operações e relações intragrupo).”] DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. *There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers)*. Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 3

⁷⁸ *Parmalat's fraud essentially involved the balance sheet, not the income statement. It failed when a 3.9 billion euros account with Bank of America proved to be fictitious. At least, \$ 17.4 billion euros were paid to affiliated persons and shareholders. In short, private benefits appear to have siphoned off to controlling shareholders through related party transactions. Unlike the short-term stock manipulations that occur in the United States, this was a scandal that had continued for many years, probably for over a decade.*

[Tradução livre: “A fraude da Parmalat essencialmente envolveu o balanço, não a demonstração de receita. Falhou quando uma conta de 3,9 bilhões de euro no *Bank of America* provou-se fictícia. Ao menos, \$ 17,4 bilhões de euros foram pagos para pessoas afiliadas e acionistas. Em resumo, parece que benefícios privados foram direcionados para acionistas controladores através de negócios com partes relacionadas. Diferentemente das manipulações de ações a curto prazo que ocorrem nos Estados Unidos, este foi um escândalo que continuou por muitos anos, provavelmente por mais de uma década.”]

COFFEE, JR., John C.. *A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ. Columbia Law and Economics Working Paper No. 274*, Mar. 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=694581>. Acesso em: 02.11.2009. p. 17.

⁷⁹ DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. *There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers)*. Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 5.

se insustentável em dezembro, quando diversos bancos cortaram o financiamento à Parmalat e solicitaram sua recuperação⁸¹.

Em resumo, a crise da empresa teve sua origem nos arranjos e manipulações contábeis empreendidos pela administração, orquestrados pelo controlador, de forma a maquiar as condições financeiras do grupo⁸². Corroborou para isto o fato de que as empresas de auditoria responsáveis pelo grupo não teriam manifestado contrariedade às informações que lhes cabia examinar⁸³. Ainda, as manifestações dos analistas de valores

⁸⁰ DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 6.

⁸¹ DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 7.

⁸² Coffee assim sumariza a crise da Parmalat, contrastando com as fraudes ocorridas nos Estados Unidos: *Then, the Parmalat scandal broke. At least \$4.8 billion in cash simply disappeared from its balance sheet, and approximately \$16 billion in net debt was hidden from the market according to PricewaterhouseCoopers. Unlike American scandals, the evidence suggests that the fraud had continued for many years and had been assisted by Parmalat's bankers. The principal victims were Parmalat's creditors, not its shareholders (indeed, the controlling shareholders appear chiefly responsible for the fraud). Yet, while the end goal of the fraud was different from the typical American scandal, the means used were similar and involved use of some of the same exotic financial engineering that characterized Enron's failure. Attorneys, auditors, and investment bankers have been similarly implicated. In short, gatekeeper failure is now a recognized problem on both sides of the Atlantic.*

[Tradução livre: “Então, o escândalo da Parmalat veio à tona. Ao menos \$4,8 bilhões em dinheiro simplesmente desapareceram do balanço, e aproximadamente \$16 bilhões em débitos líquidos foram escondidos do mercado de acordo com a PricewaterhouseCoopers. Ao contrário dos escândalos americanos, as provas sugerem que a fraude havia continuado por muitos anos e havia sido assistida por banqueiros da Parmalat. As vítimas principais foram os credores da Parmalat, não seus acionistas (de fato, os acionistas controladores parecem ser em grande parte responsáveis pela fraude). Ainda, enquanto o objetivo final da fraude era diferente do típico escândalo americano, os meios utilizados eram similares e envolviam o uso de alguma das mesmas engenharias financeiras exóticas que caracterizaram o problema da Enron. Advogados, auditores e banqueiros de investimento foram, similarmente, envolvidos. De forma resumida, a falha dos *gatekeepers* é, agora, um problema reconhecido em ambos os lados do Atlântico.”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p.333.

⁸³ *Even from the Parmalat crack the liabilities of the companies in charge of the account audit arose, especially as concerning Grant Thornton Italia: probably managers of this company have suggested some of the illegal operations made in order to hide losses. The investigation also involved Deloitte & Touche, the main auditor of the group, which expressed few doubts about Parmalat's bookkeeping only in autumn 2003.*

[Tradução livre: “Até mesmo da quebra da Parmalat a responsabilidade das companhias responsáveis pela auditoria surgiu, especialmente em relação à *Grant Thornton Italia*: provavelmente os administradores desta companhia sugeriram alguns dos modos de operações ilegais de forma a esconder perdas. A investigação também envolveu *Deloitte & Touche*, o principal auditor do grupo, que expressou poucas dúvidas sobre a contabilidade da Parmalat apenas no outono de 2003.”]

DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. P. 20-22.

Sobre a atuação da Deloitte & Touche S.p.A, ressalta Melis que:

In fact, they never claimed any problems regarding the financial position of Parmalat in any of their reports, nor directly to CONSOB (Cardia, 2004) until they issued a review report (published on 31 October 2003) on the interim financial information for the six months ended June 2003 in which they claimed to be unable to verify the carrying value of Parmalat's investment in the Epicurum Fund, as the

mobiliários e empresas de rating sobre os valores mobiliários da Parmalat mostraram-se posteriormente discrepantes e sistematicamente infiéis em relação à situação econômica do conglomerado.

Assim como nos casos norte-americanos, nota-se que, seguindo-se a falhas da governança da empresa, falharam também as instituições de mercado de valores mobiliários incumbidas do controle de tais falhas. A importância disto é que, embora se contasse que tais instituições impedissem operações lesivas ao mercado quando os controles societários internos falhassem, tal mecanismo falhou.

Seguiram-se à identificação da série de fraudes de 2001/2002 investigações públicas e privadas⁸⁴, ações judiciais⁸⁵, quebras e reorganizações de empresas⁸⁶. Para a

fund had available no published accounts nor any marked to Market valuation of its assets (Parmalat Fianziaria S.p.A, 2003).

[Tradução livre: “De fato, eles nunca levantaram nenhum problema em relação à posição financeira da Parmalat em quaisquer de seus relatórios, nem diretamente para a CONSOB (Cardia, 2004) até que eles emitiram um relatório de revisão (publicado em 31 de outubro de 2003) nas demonstrações financeiras parciais para os seis meses terminados em junho de 2003 em que eles afirmaram não terem condições de verificar o valor dos investimentos conduzidos pela Parmalat no Fundo Epicurum, uma vez que o fundo não tinha disponível relatórios públicos nem qualquer avaliação de seus ativos marcada a mercado. (Parmalat Fianziaria S.p.A, 2003).”]

MELIS, Andrea. Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian case? *Corporate Governance: an International Review*, v.13, n. 4, July 2005, p. 482.

⁸⁴ Sobre as investigações que se seguiram às fraudes da Enron: COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 270.

Sobre as investigações que se seguiram às fraudes da WorldCom: COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 39.

Sobre as investigações que se seguiram às fraudes da Parmalat: DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 9.

⁸⁵ Envolvendo a Enron (a *class action In Re Enron Corporation Securities, Derivative, & ERISA Litigation*): AGUIRRE, Guerry J.. The Enron Decision: Closing the Fraud Free Zone on Errant Gatekeepers?. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 28, 2003, p. 447-511. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 18.10.2010. p. 453.

Envolvendo a WorldCom: COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*, 6. Ed., Nova Iorque, Aspen Publishers, 2009, p. 497-501.

Sobre a ação criminal que culminou na condenação do CEO, Bernard Ebbers, da WorldCom a uma sentença de 25 anos: COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*, 6. Ed., Nova Iorque, Aspen Publishers, 2009, p. 557-558.

⁸⁶ Em termos gerais, leciona Coffee que:

Some firms failed, but more simply acknowledged the inflation of their financial results and then endured the painful process of stock market decline, managerial transition, and public and private litigation that follows once shareholders learn they have been misled.

[Tradução livre: “Algumas firmas quebraram, mas mais simplesmente reconheceram a inflação de seus resultados e então enfrentaram o dolorido processo de declínio no mercado de ações, mudanças na administração e as ações públicas e privadas que sucedem uma vez acionistas descobrem que foram enganados.”]

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 55.

Sobre a quebra da Enron e da WorldCom, vide COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 18 e 47.

Sobre a Parmalat, vide Benedetto e Di Castri sobre o procedimento de insolvência das empresas do Grupo: DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. There is Something about Parmalat (On

economia, os impactos foram restritos, não se verificando “*any economic depression or major adverse macro-economic change*”⁸⁷. Para o mercado de valores mobiliários, seguiu-se o ceticismo dos investidores, com a desvalorização dos ativos em negociação⁸⁸. A seu turno, para o Direito, restou investigar que instrumentos jurídicos se prestam a prevenir eficientemente as falhas na atuação das instituições participantes do mercado de valores mobiliários, as medidas que se prestam a puni-los quando as irregularidades de conduta vierem a se concretizar, bem como as reformas legais necessárias para concretizar tais objetivos. Analisaremos um dos diplomas elaborados neste intuito, a Lei Sarbanes-Oxley, com maior detalhamento no item 3.1.1 adiante.

1.2 A CHAMADA CRISE DAS HIPOTECAS *SUBPRIME* DE 2007/2008

Em 2008, uma nova crise abalou a economia norte-americana (com graves repercussões no mercado financeiro mundial), envolvendo as operações conhecidas como

Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 9.

⁸⁷ [Tradução livre: “qualquer depressão econômica ou maior mudança macroeconômica adversa.”]
COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 55.

⁸⁸ Para Coffee, a razão disso é que os investidores *learned that reported financial results could not be trusted – in part because gatekeepers failed*.

[Tradução livre: “aprenderam que não se poderia confiar nas demonstrações de resultados financeiros – em parte porque os *gatekeepers* falharam.”]
COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 55.

*asset-backed securitizations*⁸⁹, empreendidas por grandes instituições financeiras dos Estados Unidos⁹⁰.

Como bem aponta a doutrina, não há uniformidade entre os pensadores sobre qual seria a fonte principal da crise⁹¹.

No entendimento de Coffee, tratou-se menos de uma “bolha imobiliária”, como se menciona frequentemente, do que de um problema do mercado de valores mobiliários com repercussões negativas no mercado imobiliário⁹².

Em estudo econômico da época, Mian e Sufi apontam o aumento abrupto da oferta de crédito hipotecário como motivo da valorização dos imóveis residenciais, que

⁸⁹ O valor mobiliário qualificado como *asset-backed* (com lastro em um ativo, em uma tradução livre), é assim definido pela SEC:

Asset-backed securities (ABS) are created by buying and bundling loans – such as residential mortgage loans, commercial loans or student loans – and creating securities backed by those assets, which are then sold to investors. Often, a bundle of loans is divided into separate securities with different levels of risk and returns. Payments on the loans are distributed to the holders of the lower-risk, lower-interest securities first, and then to the holders of the higher-risk securities.

[Tradução livre: “*Asset-backed securities (ABS)* são criados pela compra e empacotamento de empréstimos – tais como empréstimos garantidos por hipotecas residenciais, empréstimos comerciais e empréstimos estudantis – e a criação de valores mobiliários tendo como lastro tais ativos, que são frequentemente vendidos para investidores. Seguidamente, um pacote de empréstimos é dividido em valores mobiliários separados conforme diferentes níveis de risco e de retorno. Pagamentos de empréstimos são distribuídos primeiramente entre os detentores dos valores mobiliários de menor risco e menor rendimento, e então para os detentores dos valores mobiliários de maior risco.”]

EUA. *Securities and Exchange Commission*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/assetbackedsecurities.shtml>>. Acesso em: 16.09.2013.

Em consequência disto, *asset-backed securitization* é a operação referente à estruturação de tal valor mobiliário.

⁹⁰ Dentre as instituições atingidas pela crise, tem-se os bancos de investimento Bear Stearns, Godman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Morgan Stanley; as companhias patrocinadas pelo governo Fannie Mae e Freddie Mac., e seguradoras como a AIG.

⁹¹ Levitin e Wachter sobre o problema imobiliário enfrentado pelos EUA nos anos 2000: *There is little consensus as to the cause of the housing bubble that precipitated the financial crisis of 2008*.

[Tradução livre: “Há pouco consenso sobre a causa da bolha imobiliária que precipitou a crise financeira de 2008.”]

Para um breve resumo das diferentes posições adotadas na doutrina e indicação dos autores que as esposam, vide o estudo empreendido pelos autores sobre as causas da bolha imobiliária americana. LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1177, 1179-1181.

⁹² *Within the financial industry and even at the SEC, some are defensively seeking to place the primary blame for the 2008 crisis on a bubble that arose in the real estate and mortgage loan origination markets in the US*.

[Tradução livre: “Na indústria financeira e até mesmo na SEC, alguns estão defensivamente procurando colocar a principal culpa da crise de 2008 em uma bolha que surgiu nos mercados imobiliário e originador de empréstimos imobiliários garantidos por hipoteca nos Estados Unidos.”]

COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 3.

culminou na inadimplência dos devedores (em razão do aumento do valor do imóvel financiado)⁹³.

Em linha semelhante, Steill entende que as origens embrionárias desta crise estariam no crescimento da oferta de crédito tornada disponível aos credores norte-americanos⁹⁴. Isso porque, no início dos anos 2000, o *Federal Reserve* promoveu a redução das taxas de juros, com vistas a intervir nos efeitos causados pela crise das empresas de tecnologia e pelos eventos terroristas de 2001⁹⁵.

Consequências de tal política foi que as próprias instituições financeiras tiveram a disponibilidade para tomada de recursos ampliada. Em contrapartida, precisaram conceder crédito a uma base maior de clientes para manterem seus resultados⁹⁶.

Relata a doutrina que as baixas taxas de juros permitiram uma “*orgy of refinancing*” entre os anos de 2001 a 2003, atingindo seu ápice em 2003, quando 72% das

⁹³ MIAN, Atif; SUFI, Amir. The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis. January 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1072304>>. Acesso em 20.12.2013. p. 1.

⁹⁴ *The historically low dollar interest rates established by the Fed, and sustained by massive official capital inflows, from 2001 to 2005 fueled a widespread buildup in borrowing by U.S. households and financial institutions, and stoked a global surge in assets prices (in particular, real estate, commodities, stocks, bonds, and arts.).*

[Tradução livre: “As taxas de juros historicamente baixas estabelecidas pelo Fed para o dólar, e sustentadas por massivas injeções oficiais de capital, de 2001 a 2005 alimentaram um generalizado acúmulo de empréstimos pelos lares dos Estados Unidos e pelas instituições financeiras, e armazenaram um aumento global no preço dos ativos (em particular, imóveis, commodities, ações, títulos de dívida e artes.)”].

STEIL, Benn. Lessons of the Financial Crisis. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 5.

⁹⁵ BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 93.

⁹⁶ BES ilustra a formação da crise contando a história do personagem Mr. Mortgage. Sobre a perspectiva dos bancos na época, veja-se o seguinte trecho:

Mr. Mortgage, director de un banco de Ann Arbor (Michigan) recibe de la central sus objetivos trimestrales. Ha de conceder 40 hipotecas en dos meses. Mr. Mortgage no puede creerlo. Su media es de tres hipotecas al mes, así que va a tener que encontrar clientes donde sea para cumplir sus objetivos. Cuando los tipos estaban al 4% no precisaba conceder tantas hipotecas. Pero con los tipos al 1%, el margen de intermediación se ha estrechado y hay que ‘vender’ cuatro veces más hipotecas para ganar lo mismo que antes. Así pues, decide bucear en el ordenador e identificar a los clientes de su oficina que no tengan hipoteca.

[Tradução livre: “O Sr. Mortgage, diretor de um banco em Ann Arbor (Michigan) recebem da central seus objetivos trimestrais. Precisa conceder 40 hipotecas em dois meses. O Sr. Mortgage não crer. Sua média é de três hipotecas por mês, assim terá que encontrar clientes aonde for, para cumprir seus objetivos. Quando as taxas estavam em 4%, não precisava conceder tantas hipotecas. Porém, com as taxas a 1%, a margem de intermediação estreitou-se, e é necessário vender quatro vezes mais hipotecas para ganhar o mesmo que antes. Assim, pois, decide pesquisar no computador e identificar os clientes de seus escritório que não tenham hipoteca.”]

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 94.

originações, em dólares, eram representadas por refinanciamentos⁹⁷. Ainda consistiam, porém, predominantemente, em concessões de hipotecas consideradas *prime*.

A situação muda de figura a partir de 2003. Para ampliar o alcance das concessões, foi necessário acessar clientes que os bancos tipicamente não considerariam, pelo perfil de risco elevado que representavam⁹⁸. Para tanto, ofereciam-se recursos para o financiamento de imóvel, que seria hipotecado ao banco. Assim, em caso de inadimplemento, haveria a garantia do imóvel para quitar o débito. Denominavam-se tais hipotecas de *subprime*. Em breve definição, “*eran hipotecas concedidas a familias de bajos ingresos y con un historial de crédito de morosidade, personas que no cumplían los requisitos requeridos por costumbre para la concesión de préstamos hipotecarios.*”⁹⁹

O crescimento de tal produto financeiro foi significativo. Segundo Bes, em 1994, as hipotecas *subprime* representavam \$ 35 bilhões de dólares; em 1999, \$ 160 bilhões de dólares; em 2006, \$ 600 bilhões de dólares, o que seria aproximadamente 6% do PIB dos Estados Unidos¹⁰⁰.

Contribuía para o aumento do endividamento as políticas tributárias vantajosas tanto para o adquirente de imóvel residencial quanto para o setor empresarial¹⁰¹. Acresce a isso que a tomada de novos empréstimos pelo devedor era facilitada, uma vez que, em face

⁹⁷ [Tradução livre: “orgia de refinanciamentos.”]
LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1192-1194.

⁹⁸ *The solution post-2003 was to find more product to move in order to maintain origination volumes and, hence, earnings. What followed was a second mortgage boom, but it was qualitatively different in terms of loan underwriting and products than the 2001–2003 boom. Because the prime borrowing pool was exhausted, it was necessary to lower underwriting standards and look more to marginal borrowers to support origination volume levels. This meant a growth in subprime and alt-A (limited documentation) mortgages, as well as in second mortgages (home-equity loans and lines of credit).*

[Tradução livre: “A solução pós 2003 foi encontrar mais produto para negociar de forma a manter os volumes de originação e, com isso, os resultados. O que se seguiu foi um segundo *boom* de hipotecas, mas este era qualitativamente diferente em termos de concessão de empréstimos e de produtos do que o *boom* de 2001-2003. Porque a principal fonte de tomadores de empréstimos estava exaurida, era necessário baixar os padrões de concessão de crédito e olhar para tomadores mais à margem para sustentar os níveis no volume de originações. Isto significou um crescimento nas hipotecas *subprime* e *alt-a* (documentação limitada), bem como em hipotecas de segundo grau (empréstimos hipotecários e linhas de crédito).”]

LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1194.

⁹⁹ [Tradução livre: “eram hipotecas concedidas a famílias de baixos ingressos e com um histórico de crédito de atrasos, pessoas que não cumpriam os requisitos requeridos de costume para a concessão de empréstimos bancários.”]

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 96-97.

¹⁰⁰ BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 96-97.

¹⁰¹ STEIL, Benn. Lessons of the Financial Crisis. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 5.

da crescente demanda observada no período e a consequente valorização dos imóveis, facultava-se ao devedor ampliar sua linha de crédito com base no preço valorizado do imóvel¹⁰².

Do ponto de vista da instituição financeira originadora do crédito, havia a possibilidade de venda de tais créditos, de forma a excluí-los de seus balanços e dos seus limites para concessão de novos créditos¹⁰³. A atuação das empresas incentivadas pelo governo (*Government Sponsored Enterprises – GSEs*)¹⁰⁴ Fannie Mae e Freddie Mac contribuíram, nesse aspecto, para o mercado de compra de créditos de hipotecas, comprando tais ativos para carteira própria ou para venda¹⁰⁵.

A doutrina observa, ainda, uma situação específica do mercado financeiro que se desenvolveu em paralelo para o crescimento do financiamento hipotecário. Na época que precedeu a crise, as instituições financeiras buscavam carteiras de empréstimos hipotecários para usá-los como lastro em securitizações¹⁰⁶, refletindo o interesse do mercado global por valores mobiliários resultantes de tais operações¹⁰⁷.

¹⁰² BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 97.

¹⁰³ STEIL, Benn. *Lessons of the Financial Crisis*. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 6.

¹⁰⁴ *GSEs* são empresas privadas. Todavia, sua qualificação como “patrocinadas” pelo governo resulta na crença de que o governo garante as suas operações. JAFFEE, Dwight et al. *Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis. Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*. ACHARIA, Viral D.; RICHARDSON, Mathew (Org). Wiley, 2009. Disponível em: <<http://faculty.haas.berkeley.edu/jaffee/Papers/NYUCh1.pdf>>. Acesso em: 22/09/2013. p. 63.

¹⁰⁵ Sobre a atuação das *GSEs*, leciona Steil que: *They funded these purchases through massive borrowing at below-market interest rates attributable to implicit government backing for their debt*.

[Tradução livre: “Elas financiaram estas compras através de empréstimos massivos a taxas de juros abaixo do mercado atribuídas a apoio governamental implícitos aos seus débitos.”]

STEIL, Benn. *Lessons of the Financial Crisis*. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 6.

A lição de Levitin e Wachter aponta importante traço distintivo da atuação das *GSEs*, qual seja, a garantia do pagamento do fluxo securitizado:

The GSEs securitize most of the mortgages they purchase, meaning that they sell the mortgages to legally separate, specially created trusts, which pay for the mortgages by issuing MBS. The GSEs and Ginnie Mae guarantee timely payment of principal and interest to investors. (Grifamos)

[Tradução livre: “As *GSEs* securitizam a maioria dos empréstimos garantidos por hipotecas que eles compram, significando que elas vendem tais empréstimos para legalmente separar *trusts* especialmente criados, que pagam pelos empréstimos garantidos por hipotecas com a emissão de MBS. As *GSEs* e a Ginnie Mae garantem o pagamento do principal e dos rendimentos para os investidores.”]

LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1188.

¹⁰⁶ Operações de emissão de valores mobiliários, cuja remuneração seria baseada no pagamento de créditos. Na lição de Mello Franco, *A securitização nada mais é do que o processo de transformar uma obrigação, titulada ou não (um direito de crédito – recebível), mediante uma nova roupagem, em um papel que tenha circulação no mercado de capitais*.

FRANCO, Vera Helena de Mello. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. Especificidades. A intermediação e a desintermediação financeira (Os Novos Produtos). *Revista Forense*, v. 104, n. 399, set./out. 2008, p. 530.

Pela explicação jornalística de Bes:

Lo que los bancos hicieron fue empaquetar las hipotecas con um lacito y enviarlas a entidades financieras de otros países bajo nombres seductores, como si fueran fondos de inversión. En otras palabras, se toma el crédito de 200 000 dólares de George Hernández y se vende, a través de um banco de inversión a un banco europeo: “este fondo da un 7% de rentabilidade y está catalogado como de máxima solvencia”, dice el folleto de la emisión del fondo.

*Los inversores europeos y de todas partes del mundo no hicieron demasiadas preguntas, pues era uma época en la que había mucho dinero y la percepción de riesgo era baja.*¹⁰⁸

Em linhas gerais, começaram a se definir as condições imediatas da crise, na medida em que os originadores de tais créditos passaram a despejar tais carteiras nos *underwriters*, que estruturariam e distribuiriam as operações de securitização. Com a demanda do mercado, estabeleceu-se o incentivo para que os originadores rebaixassem seus critérios de análise de risco na concessão de crédito¹⁰⁹.

“The most plausible interpretation is that securitization adversely affected the incentives of lenders to screen their borrowers”, conclui Coffee, em relação ao estudo de

Na lição de Andrezo e Lima: A palavra securitização deriva do termo inglês *securities*, de significado bastante amplo, que, no Brasil, costuma ser traduzido como valores mobiliários. O surgimento dessa palavra se explica pelo fato de que a securitização é uma operação financeira estruturada, que consiste na emissão, por sociedade de propósito específico (*special purpose company – SPC*), de valores mobiliários com lastro em recebíveis adquiridos de empresa originadora.

As empresas podem “securitizar” seus recebíveis, ou seja, seus créditos podem dar origem a valores mobiliários distribuídos no mercado (...). ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3. ed., São Paulo, Atlas, 2007, p. 194.

Além da securitização realizada por sociedades de propósito específico, as companhias securitizadoras e os fundos de investimento em direitos creditórios também realizam tais operações, nos termos da regulamentação pertinente da Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁰⁷ COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 3.

¹⁰⁸ [Tradução livre: “O que os bancos fizeram foi empacotar as hipotecas com um lacinho e enviá-las a entidades financeiras de outros países sob nomes sedutores, como se fossem fundos de investimentos. Em outras palavras, toma-se o crédito de 200.000,00 dólares do George Hernández e se vende, através de um banco de investimentos, a um banco europeu: ‘este fundo dá aproximadamente 7% de rentabilidade e está classificado como sendo de máxima solvência’, diz o folheto de oferta do fundo. Os investidores europeus e de todas as partes do mundo não fizeram maiores perguntas, pois era uma época em que havia muito dinheiro e a percepção de risco era baixa.”]

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 99.

Na história hipotética formulada pelo autor para ilustrar a crise das hipotecas *subprime*, George Hernández seria o típico consumidor norte-americano a quem o empréstimo garantido por hipoteca foi oferecido.

¹⁰⁹ COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 5.

Mian e Sufi que demonstra que certas regiões com o maior número de securitizações também tinham os maiores números referentes a inadimplemento¹¹⁰.

Na mesma linha, com a demanda no mercado global por valores mobiliários oriundos de securitizações e a necessidade de encontrarem novos nichos de atuação para enfrentar a concorrência das instituições pertencentes a conglomerados¹¹¹, os bancos de investimento independentes¹¹² diminuíram seus padrões de verificação dos ativos adquiridos, reduzindo inclusive os procedimentos de *due diligence* que habitualmente precediam a aquisição de ativos¹¹³.

¹¹⁰ [Tradução livre: “A interpretação mais plausível é que a securitização afetou adversamente os incentivos para os financiadores avaliarem seus tomadores.”]

COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 5 e 6.

¹¹¹ *Although all underwriters anticipated high rates of return from securitizations, the independent underwriters had gradually been squeezed out of their traditional line of business – underwriting corporate securities – in the Wake of the step-by-step repeal of the Glass-Steagall Act. Beginning well before the formal repeal of that Act in 1999, the major commercial banks had been permitted to underwrite corporate debt securities and had increasingly exploited their larger scale and synergistic ability to offer both bank loans and underwriting services to gain an increasing share of this underwriting market. Especially for the smaller investment banks (eg Bear Stearns and Lehman), the future lay in new lines of business, where, as nimble and adaptive competitors, they could steal a march on the larger and slower commercial banks.*

[Tradução livre: “Embora todos os *underwriters* antecipassem altas taxas de retorno para as securitizações, os *underwriters* independentes tinham sido gradualmente expulsos de suas tradicionais linhas de negócios – a distribuição de valores mobiliários de companhias – na esteira da gradual revogação do *Glass-Steagall Act*. Começando bem antes da revogação formal em 1999, os principais bancos comerciais foram permitidos de distribuir valores mobiliários de dívidas das companhias e estavam crescentemente aproveitando a maior escala e habilidade de sinergia para oferecer tanto empréstimos bancários quanto serviços de distribuição para ganhar uma parcela maior do mercado de distribuição. Especialmente para os bancos de investimento menores (por exemplo, Bear Stearns e Lehman), o futuro impunha novas linhas de negócio, onde, como competidores ágeis e adaptáveis, eles pudessem ganhar uma distância em relação aos bancos comerciais maiores e mais lentos.”]

COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 18.

¹¹² Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Morgan Stanley. Denominam-se corriqueiramente como “independentes”, no jargão de mercado, aquelas instituições de mercado de valores mobiliários não vinculadas a conglomerados financeiros.

¹¹³ *One last factor also drove the rush to increased leverage and may best explain the apparent willingness of investment banks to relax their due diligence standards: competitive pressure and the need to establish a strong market share in a new and expanding market drove the investment banks to expand heavily. For the major players in the asset-backed securitization market, the long-term risk was that they might be cut off from their source of supply if loan originators were acquired by or entered into long-term relationships with their competitors, particularly the commercial banks.*

[Tradução livre: “Um último fator também direcionou a corrida para o aumento da alavancagem e pode melhor explicar a disposição dos bancos de investimento para relaxarem seus padrões de *due diligence*: pressão competitiva e a necessidade de estabelecer um *market share* expressivo em um mercado novo e crescente levou os bancos de investimento a expandirem de forma pesada. Para os principais participantes no mercado de *asset-backed securitization*, o risco de longo prazo era que eles podiam ter suas fontes de fornecimento cortadas se os originadores de empréstimos fossem adquiridos ou entrassem em relações de longo prazo com competidores, principalmente os bancos comerciais.”]

COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 16.

Em 2007, o mercado imobiliário começa a apresentar quedas nos preços dos imóveis¹¹⁴, motivada, dentre outras razões pela quantidade de imóveis disponíveis¹¹⁵ e alto endividamento da população¹¹⁶. Acresce a isso que a alta no valor dos imóveis havia alcançado o seu limite, na medida em que se fundamentava na demanda do público para continuar aumentando¹¹⁷. Com o esgotamento desse público consumidor, sobram imóveis disponíveis e o valor dos imóveis decresce. Ainda, a queda nos preços foi acentuada com a crescente devolução dos imóveis pelos devedores aos detentores das hipotecas, como forma de quitação da dívida¹¹⁸.

A onda de execuções forçadas de hipotecas¹¹⁹ e a queda no preço dos imóveis significaram o estouro da bolha imobiliária conforme Levitin e Wachter¹²⁰. Em 2009, a queda nos preços havia alcançado 33%, em relação ao pico de preço máximo atingido.¹²¹

¹¹⁴ BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 103.

¹¹⁵ BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 103.

¹¹⁶ Nesse sentido: *In 2008, residential mortgages and home equity loans accounted for 85 percent of national income, up dramatically from 52 percent in 1995.*

[Tradução livre: em 2008, empréstimos garantidos por hipotecas residenciais e empréstimos hipotecários tomavam 85% da renda nacional, em um aumento drástico em relação aos 52% de 1995.]

STEIL, Benn. *Lessons of the Financial Crisis*. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 16.

E ainda:

(...) en 1999 el porcentaje de la deuda de los hogares sobre la renta disponible era del 101%; al final del 2007 era del 142%. La deuda de los hogares americanos ascendía en 1974 a 705 000 millones de dólares. En el 2008, a 14,5 billones.

[Tradução livre: “(...) em 1999, a porcentagem da dívida das residências sobre a renda disponível era de 101%; ao final de 2007, era de 142%. A dívida das residências americanas representava, em 1974, 705 bilhões de dólares. Em 2008, 14,5 trilhões.”]

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 99.

¹¹⁷ *During the bubble, however, housing price appreciation, depended on the continued expansion of the borrower base, much like a pyramid scheme. Not all consumers are looking to purchase homes, and the increase in house prices eventually priced out other potential homeowners, even with loosened (or even fraudulent) underwriting standards. The inability to keep expanding the borrower base made price increases unsustainable.*

[Tradução livre: “Durante a bolha, contudo, o aumento do preço dos imóveis residenciais dependia da contínua expansão da base de tomadores, de forma semelhante a um esquema de pirâmide. Nem todos os consumidores procuram por casas para comprar, e o aumento no preço das residências eventualmente afastou outros potenciais compradores, mesmo diante de padrões relaxados (ou mesmo fraudulentos) de concessão de crédito. A incapacidade de manter a expansão na base de tomadores tornou o aumento dos preços insustentável.”]

LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. *Explaining the Housing Bubble* (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1201.

¹¹⁸ *Si a uno le embargan la casa, queda libre de la deuda, independientemente de lo que el banco saque por ella en una eventual subasta pública.*

[Tradução livre: “Se a casa é tomada de alguém, a dívida lhe é quitada, independentemente do que o banco consiga pela casa em uma eventual hasta pública.”]

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 104.

¹¹⁹ O *foreclosure* do Direito norte-americano.

Da perspectiva do mercado financeiro, relata Benn Steil que “*When the housing market began declining in 2007, the generous credit risk evaluations assigned to the numerous component assets of MBSs and ABSs became suspect.*”¹²²

Com o estouro da bolha especulativa imobiliária, diversas instituições financeiras americanas cujas carteiras estavam altamente expostas¹²³ a títulos¹²⁴ e a

¹²⁰ LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1202.

¹²¹ LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1179.

¹²² [Tradução livre: Quando o mercado de imóveis residenciais começou a entrar em declínio em 2007, as generosas avaliações de risco de crédito designadas para os numerosos ativos componentes dos MBSs e ABSs tornaram-se suspeitos.”]

A sigla MBSs significa *mortgage-backed securitizations* (securitizações com lastro em créditos imobiliários, em tradução livre). A sigla ABSs significam *asset-backed securitizations* (securitizações com lastro em ativos, em tradução livre). São amplamente utilizadas na doutrina especializada.

STEIL, Benn. Lessons of the Financial Crisis. *Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45*, March 2009, p. 9.

¹²³ Sobre a exposição das instituições financeiras a tais títulos, vide: JAFFEE, Dwight et al. Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis. *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*. ACHARIA, Viral D.; RICHARDSON, Mathew (Org). Wiley, 2009. Disponível em: <<http://faculty.haas.berkeley.edu/jaffee/Papers/NYUCh1.pdf>>. Acesso em: 22/09/2013. p. 71-73.

¹²⁴ Títulos como as próprias securitizações com lastro em financiamento de imóveis e os títulos de risco oriundos de resecuritizações, os chamados *Collateralized Debt Obligations – CDOs*.

Assim explicam Levitin e Wachter a estrutura e funcionamento deste último:

CDO is a generic term for securitizations, but deals referred to as CDOs typically involve a securitization of existing PLS—that is a resecuritization. Resecuritization (with further tranching) transformed some of the junior – frequently called mezzanine – tranches of PLS into senior, investment grade CDO securities, albeit with a higher degree of implicit leverage. (...)

By 2005, most subprime PLS were being resecuritized into CDOs, and structured-finance products accounted for over half of global CDO assets between 2004 and 2007. Between 1999 and 2007, over \$641 billion in structured finance products were put into CDOs (cash, hybrid, and synthetic), with over 80% by dollar amount resecuritized between 2005 and 2007. Resecuritization enabled investors to take on additional leverage, which meant that these investors were much more exposed to mortgage defaults than investors in MBS.

[Tradução livre: “CDO é um termo genérico para securitizações, mas negócios referentes a CDOs tipicamente envolvem a securitização de um PLS existente – isto é, uma resecuritização –. Resecuritização (com adicionais parcelamentos) transformou algumas das parcelas juniores – frequentemente chamadas mezanino – do PLS em CDOs sênior, com grau de investimento, ainda que com um aumento implícito de alavancagem. (...)

Em 2005, a maioria dos PLS *subprime* estavam sendo resecuritizados em CDOs, e os produtos de finanças estruturadas respondiam por mais da metade dos ativos globais dos CDOs entre 2004 e 2007. Entre 1999 e 2007, mais de \$641 bilhões em produtos de finanças estruturadas foram colocados em CDOs (dinheiro, híbridos ou sintéticos), com mais de 80% por dólar resecuritizados entre 2005 e 2007. A resecuritização permitiu aos investidores tomarem alavancagem adicional, o que significou que estes investidores estavam muito mais expostos a inadimplementos dos financiamentos hipotecários do que investidores de MBS.”]

PLS, no sentido atribuído pelos autores, significa *private-label securitization*, ou seja, securitizações estruturadas por instituições privadas, e não aquelas das *GSEs*.

LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1238-1239.

derivativos¹²⁵ relacionados ao mercado imobiliário entraram em crise no meio do ano de 2007¹²⁶.

Dentre as instituições que operavam com securitizações, na lição de Steil, uma vez que o mercado por tais ativos tornou-se inexistente, as instituições foram forçadas a contabilizá-los em suas próprias demonstrações. A obtenção de capital ficou mais cara e mais difícil para tais instituições, na medida em que os investidores ficaram cientes dos

¹²⁵ Note-se o entendimento esposado por Austin Murphy em artigo, no sentido de que a falha precificação dos derivativos conhecidos como *credit default swaps* seria a principal causa da crise de 2008. Conforme o autor:

Many blame defaulting mortgages for the current financial crisis, but this massive tragedy is only a component and symptom of the deeper problem. The pricing of credit default swaps, whose principal amount has been estimated to be \$ 55 trillion by the Securities and Exchange Commission (SEC) and may actually exceed \$ 60 trillion (or over 4 times the publicly traded corporate and mortgage US debt they are supposed to insure), are totally unregulated, and have often been contracted over the phone without documentation (Simon, 2008), is the primary fundamental issue from which all other problems of the crisis emanate.

[Tradução livre: “Muitos culpam o inadimplemento dos empréstimos garantidos por hipotecas pela crise financeira corrente, mas esta tragédia massiva é somente um componente e um sintoma de um problema maior. O apreçamento dos *credit default swaps*, cujo valor de principal havia sido estimado em \$ 55 trilhões de dólares pela *Securities and Exchange Commission* e que poderia, de fato, exceder \$ 60 trilhões (ou mais de 4 vezes a dívida das companhias e relacionadas a hipotecas negociadas publicamente nos Estados Unidos que eles deveriam assegurar) é totalmente desregulado, e tem sido frequentemente contratado pelo telefone sem documentação (Simon, 2008), é a questão fundamental principal de que todos os outros problemas da crise emanam.”]

A razão disso, para o autor, seria que:

Modeling procedures based on unrealistic assumptions resulted in many credit default swaps being priced to have the periodic payment compensate the insuring party for average default losses. No extra yield cushion was required to cover the systematically above-average default losses that inevitably occur in some years. As a result, debt investors had set themselves up for large losses at some point. With many of the insuring parties of credit default swaps being banks and other financial institutions that were highly leveraged with large current obligations, suffering losses created the risk of these insurers defaulting on their own obligations under the credit default swaps, leading to a potential domino effect for their swap counterparties and a possible systematic cascade of defaults.

[Tradução livre: “Procedimentos de modelagem baseados em assunções não realistas resultaram em muitos *credit default swaps* sendo precificados para terem o pagamento periódico compensando a parte seguradora pela média das perdas com inadimplência. Nenhum colchão extra de rendimento era exigido para cobrir as sistemáticas perdas superiores à média que inevitavelmente ocorrem em alguns anos. Como resultado, investidores de débito colocaram-se frente a grandes perdas em dado momento. Com muitas das partes seguradoras de *credit default swaps* sendo bancos e outras instituições financeiras que estavam altamente alavancadas com grandes obrigações presentes, sofrer perdas criou o risco de estes seguradores descumprirem suas próprias obrigações relacionadas a *credit default swaps*, resultando em um possível efeito dominó para as suas contrapartes nos *swaps* e uma possível cascata sistemática de inadimplência.”]

MURPHY, Austin. An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em: 08.04.2014. p. 2-3, 7-8.

¹²⁶ *As the market value of mortgages fell, the viability of many banks and other financial institutions was called into question, resulting in a wholesale bank run that required the Federal Reserve to bailout the system with several hundred billion dollars in liquidity in the summer of 2007.*

[Tradução livre: “Conforme o valor de mercado dos empréstimos garantidos por hipotecas caiu, a viabilidade de muitos bancos e de outras instituições financeiras foi questionada, resultando em uma corrida bancária no atacado que exigiu que o *Federal Reserve* injetasse liquidez no sistema na casa de diversas centenas de bilhões de dólares no verão de 2007.”]

MURPHY, Austin. An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em: 08.04.2014. p. 13.

riscos enfrentados por tais entidades. A falta de liquidez resultou na inadimplência das obrigações por parte destas instituições¹²⁷.

Exemplos de instituições nesta situação foram Lehman Bank e Merrill Lynch, que detinham alta concentração de créditos originados no setor imobiliário em suas carteiras para estruturação de futuras securitizações¹²⁸.

Situação similar ocorreu com as *GSEs* Fannie Mae e Freddie Mac, conforme a análise de Levitin e Wachter¹²⁹. Embora mais conservadoras em suas aquisições de *mortgage-backed securities*¹³⁰, quando os ativos detidos sofreram rebaixamento de suas notas pelas agências de *rating*, foi necessário refletir tais perdas no valor dos ativos das companhias. Em virtude da alta alavancagem em que se encontravam, tais desvalorizações impactaram o capital das *GSEs*, prejudicando sua capacidade de honrar as garantias concedidas.

Dentre as instituições que operavam com derivativos, como a seguradora AIG e o banco de investimentos Bear Stearns, emissoras importantes de *credit default swaps*¹³¹,

¹²⁷ STEIL, Benn. Lessons of the Financial Crisis. *Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45*, March 2009, p. 9.

¹²⁸ *Their common goal was to assure themselves a continuing source of supply of subprime mortgages to securitize, but in pursuit of this goal, both Merrill Lynch and Lehman made risky acquisitions, in effect vertically integrating into the mortgage loan origination field. These decisions, plus their willingness to acquire mortgage portfolios well in advance of the expected securitization transaction, left them undiversified and exposed to large writedowns when the real estate market soured.*

[Tradução livre: “O objetivo comum deles era assegurar um fonte contínua de empréstimos garantidos por hipotecas *subprime* para securitizar, mas, ao perseguir tal objetivo, tanto Merrill Lynch quanto Lehman fizeram aquisições de risco, entrando verticalmente na área de originação de empréstimos garantidos por hipotecas. Estas decisões, além da disposição para adquirir carteiras de empréstimos garantidos por hipotecas bem antes da realização da securitização esperada, deixou-os sem diversificação e expostos a altas desvalorizações quando o mercado imobiliário azedou.”]

COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 18.

¹²⁹ *The GSEs only invested in highly-rated tranches of subprime and alt-A MBS, and these tranches were vulnerable to ratings downgrades. As AAA-subprime MBS were downgraded, the GSEs were forced to recognize large losses in their trading portfolios. Because the GSEs were highly leveraged, these losses ate heavily into the GSEs’ capital, which undermined their MBS guaranty business; (the GSEs’ guaranty is only valuable to the extent that the GSEs are solvent).* (Grifamos)

[Tradução livre: As *GSEs* investiram apenas em parcelas altamente avaliadas de *subprime* e de *alt-A MBS*, e estas parcelas eram vulneráveis a rebaixamentos de *rating*. Na medida em que *AAA-subprime MBS* eram rebaixados, as *GSEs* foram forçadas a reconhecer grandes perdas em suas carteiras de negócios. Porque as *GSEs* eram altamente alavancadas, estas perdas corroeram pesadamente o capital das *GSEs*, o que minou o negócio destas de garantia aos *MBS* (a garantia das *GSEs* só tem valor na medida em que as *GSEs* forem solventes).”]

LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012, p. 1189.

¹³⁰ Vide definição na nota de rodapé 122 acima.

¹³¹ Para uma definição mais completa de *credit default swaps*:

Credit Default Swaps are actually rather simple instruments in concept, merely mandating that one party paying a periodic fee to another to insure the debts of some entity (such as a specified Corporation against default for a particular amount of time like 5 years. They are effectively debt insurance policies that are labeled otherwise to avoid the regulation that normally is imposed on insurance contracts.

amplamente utilizados para garantir o risco envolvido nos *mortgage-backed securities*, não foram capazes de adimplir o pagamento dos eventos garantidos por aqueles títulos que havia emitido massivamente¹³².

Aos investidores do mundo inteiro, os investimentos em securitização de hipotecas *subprime* perderam valor¹³³. Com a inadimplência no pagamento dos financiamentos e a ampla disponibilidade de imóveis à venda, não havia nem mercado secundário interessado em tais títulos, nem os ativos que os lastreavam (as residências hipotecadas) encontravam compradores¹³⁴.

[Tradução livre: “*Credit Default Swaps* são, na verdade, instrumentos bastante simples em seu conceito, meramente estabelecendo que uma parte pague a outra uma taxa periódica para assegurar as dívidas de alguma instituição (a exemplo de uma empresa específica em relação a sua inadimplência por um tempo específico de tempo, como por 5 anos). São instrumentos eficazes de seguro de dívida que são etiquetados de outra forma para evitar a regulação que normalmente recaís sobre contratos de seguro.”] MURPHY, Austin. *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em: 08.04.2014. p. 3.

¹³² *In some cases, such as that of Bear Stearns, there was a liquidity crisis that catalyzed the firm's failure, insofar as the market value of the liabilities of that investment bank on its massive portfolio of credit default swaps began to rise so much that the counterparty was able to demand additional collateral be put up as security against payment on the credit default swaps.*

A similar liquidity crisis later ensued at AIG, with that insurance company having insured a massive amount of collateralized mortgage obligations. As previously explained, much of the mortgage crisis may be attributed to AIG and other insurers of mortgage paper like AMBAC and MBIA.

[Tradução livre: “Em alguns caso, como o do Bear Stearns, houve uma crise de liquidez que catalizou a quebra da empresa, na medida em que o valor de mercado das responsabilidades deste banco de investimento pela sua carteira massiva de *credit default swaps* começou a aumentar tanto que a contraparte pode exigir que garantias adicionais fossem apresentadas para garantir o pagamento dos *credit default swaps*.] MURPHY, Austin. *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em: 08.04.2014. p. 14.

¹³³ *Las pérdidas en concepto de paquetes con lacito – fondos subprime – ascendían en julio de 2008 a un total de 435 000 millones de dólares. No se sabe la cuantía real de créditos irrecuperables. Se habla de importes que oscilan entre los 700 000 millones y los 3 billones de dólares.*

[Tradução livre: “As perdas de credibilidade dos pacotes com lacinhos – fundos *subprime* – aumentavam em julho de 2008 a um total de 435.000 milhões de dólares. Não se sabe a quantia real de créditos irrecuperáveis. Fala-se de montantes que oscilam entre os 700.000 milhões os 3 bilhões de dólares.”]

Na ilustração de Bes para a crise de 2008, os pacotes são as securitizações de empréstimos de hipotecas *subprime*.

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 105.

¹³⁴ *Cuando los millones de George abandonaron sus casas, los inversores dejaron de recibir el 7% de intereses. Fue entonces cuando los bancos extranjeros desenvolvieron el paquete con el lacito, y se dieron cuenta de la bomba que había en el interior. La primera reacción fue envolver el paquetito de nuevo e intentar revenderlo a alguien, pero con la alarma había cundido, ya nadie quería los paquetes de los hermosos lacitos.*

La segunda solución consistía en vender la casa y recuperar parte del dinero. Al fin y al cabo, algún valor tenía. Sí, pero como todos los propietarios de paquetes con lacitos hicieron lo mismo, en pocos meses los jardines de las casas de Estados Unidos se llenaron de carteles donde decía “For sale”. Los precios se derrumbaron. Y más tarde, sencillamente, no había compradores.

[Tradução livre: “Quando os milhões de George abandonaram suas casas, os investidores deixaram de receber os 7% de juros. Foi então que os bancos estrangeiros desembulharam o pacote com o lacinho, e se deram conta da bomba que havia no interior. A primeira reação foi embrulhar o pacotinho de novo e tentar revender a alguém. Porém, como o alarme havia soado, ninguém queria os pacotes com os bonitos lacinhos.

Ao longo de 2008, sucedeu-se a massiva instauração de procedimentos referentes à quebra ou iliquidez de instituições financeiras americanas¹³⁵. Foi necessária a intervenção do governo dos Estados Unidos¹³⁶ para evitar que uma crise sistêmica arruinasse a economia do país, visto que se desconhecia a extensão dos prejuízos que o inadimplemento dos *credit default swaps* poderia causar¹³⁷. A economia americana, com a

A segunda solução consistia em vender a casa e recuperar parte do dinheiro. Afinal, algum valor teria. Sim, porém, como todos os proprietários dos pacotes com lacinhos fizeram o mesmo, em poucos meses os jardins das casas dos Estados Unidos se encheram de cartazes onde dizia ‘For sale’. Os preços caíram. E, mais tarde, simplesmente não havia compradores.”]

George, na história contada por BES para ilustrar a crise de 2008, é o típico tomador de empréstimos garantido por hipoteca *subprime*.

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, p. 104.

¹³⁵ Em julho de 2008, as GSEs Fannie Mae e Freddie Mac foram colocadas pelo governo em regime de *conservatorship*. STEIL, Benn. *Lessons of the Financial Crisis*. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 6.

Uma vez que o mercado de securitizações estava amplamente ligado ao de *credit default swaps*, para diminuir o risco sistêmico o governo americano interveio para evitar a quebra da AIG. STEIL, Benn. *Lessons of the Financial Crisis*. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 11.

Na lição de Coffee, na segunda metade de 2008, os cinco principais bancos de investimento independentes dos Estados Unidos haviam deixado de sê-lo: Bear Stearns e Merrill Lynch foram incorporados bancos comerciais, conforme arranjo ordenado por entidades reguladoras, Lehman Brothers requereu falência e Goldman Sachs e Morgan Stanley tornaram-se *holdings* de bancos. COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 10.

¹³⁶ Sobre os custos da crise, a pesquisa de Murphy assim apurou:

Besides the well publicized \$700 billion approved by Congress, the Federal Reserve has attempted to bail out institutions and markets with about \$1.3 trillion in investments in various risky assets, including loans to otherwise bankrupt institutions and collateralized debt obligations like those backed by subprime mortgages that are defaulting at rapid rates. A further \$ 900 billion is being proposed in lending to large corporations, making a total of nearly \$ 3 trillion in bailout money so far, without even counting the massive sum of corporate debts guaranteed by the U.S. government in the last year.

[Tradução livre: “Além dos \$700 bilhões bem divulgados aprovados pelo Congresso, o *Federal Reserve* tentou auxiliar instituições e mercados com aproximadamente \$1,3 trilhões em investimentos em vários ativos de risco, incluindo empréstimos para instituições que de outra forma estariam falidas e *collateralized debt obligations* como aqueles amparados pelos empréstimos garantidos por hipotecas *subprime* cuja inadimplência cresce a taxas rápidas. Estão sendo propostos \$ 900 bilhões adicionais em empréstimos para grandes companhias, perfazendo um total de aproximadamente \$ 3 trilhões de dinheiro de ajuda até agora, sem mesmo contar a soma massiva de dívidas de companhias garantida pelo governos dos Estados Unidos ano passado.”]

E, ainda:

The total cost of the crisis could exceed \$ 10 trillion. While there may have been some hedging or offsetting contracts that would reduce the scope of the cost of a full bailout, it is unclear how large an offset that would be.

[Tradução livre: “O custo total da crise pode exceder \$ 10 trilhões. Enquanto pode haver alguns instrumentos de *hedge* e contratos de compensação que podem reduzir o tamanho do custo de um auxílio total, não é claro quão extensa a compensação pode alcançar.”]

MURPHY, Austin. *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em: 08.04.2014. p. 2 e 16.

¹³⁷ Steil assim explica o receio de uma possível contaminação de todo o Mercado financeiro pelo inadimplemento das securitizações:

Such defaults became a risk to the stability of the financial system, ironically, through the market for which default risks were hedged: credit default swaps. CDSs were traded “over the counter”, rather than through organized exchanges. This meant that there was no central clearinghouse to track exposures, net

falta de confiança do consumidor e a falta de crédito, entrou em recessão¹³⁸. Também os mercados financeiro e de capitais do mundo inteiro sofreram impactos da crise dos Estados Unidos¹³⁹.

Para o Direito do Mercado de Valores Mobiliários, diversas questões tornaram-se objeto de atenção com a crise de 2008. Merecem destaque, dentre elas, regulação do risco sistêmico e dos bancos de investimento¹⁴⁰, o papel normativo e de supervisão da SEC¹⁴¹ e a responsabilidade das instituições participantes do mercado.

No âmbito das discussões dessa última questão, destaca a doutrina que a agência de *rating* foi o participante do mercado (o *gatekeeper*, conforme trataremos adiante neste estudo) cuja falha de conduta destacou-se na crise de 2008¹⁴². Não se ignora

trades, collect daily margin, and absorb default risk. The result was an unmonitored and unchecked buildup of Exposures that threatened to bring down other significant market participants, and ultimately forced the U.S. government to bail out insurance and financial giant AIG at massive, and still growing cost.

[Tradução livre: “Tais inadimplementos tornaram-se um risco para a estabilidade do sistema financeiro, ironicamente, através do mercado pelo qual os riscos de inadimplemento eram protegidos: os *credit default swaps*. CDSs eram negociados no balcão, ao invés de em mercados organizados. Isso significava que não havia uma *clearinghouse* central para monitorar exposições, negócios líquidos, recolher margens diárias e absorver risco de inadimplência. O resultado foram negócios não monitorados e não verificados, acumulação de exposição que ameaçou derrubar outros participantes do mercado e, em última instância, forçou o governo dos Estados Unidos a ajudar a gigante dos seguros e das finanças AIG de forma massiva, e a um preço ainda crescente.”]

STEIL, Benn. *Lessons of the Financial Crisis*. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 09-10.

¹³⁸ MURPHY, Austin. *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em: 08.04.2014. p. 15.

¹³⁹ *The crisis quickly went global, affecting countries whose institutions had no exposure to any of the so-called toxic assets originated in the United State. This occurred through investors selling risky assets, such as foreign stocks and bonds, in order to cover losses, to meet margin calls, and to replace those risky assets with securities that had the highest liquidity and lowest default risk – short-term U.S. Treasury bills, whose yields were driven below 0 percent in December 2008.*

[Tradução livre: “A crise tornou-se global, afetando países cujas instituições não tinham qualquer exposição aos chamados ativos tóxicos originados nos Estados Unidos. Isto ocorreu através de investidores vendendo ativos de risco, como ações e títulos de dívida estrangeiros, de forma a cobrir perdas, honrar chamadas de margem e repor aqueles ativos de risco com valores mobiliários que tinham a maior liquidez e menor risco de inadimplência – notas do Tesouro dos Estados Unidos de curto prazo, cujos rendimentos foram derrubados abaixo de 0 em dezembro de 2008.”]

STEIL, Benn. *Lessons of the Financial Crisis*. Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies. Council Special Report No. 45, March 2009, p. 11.

¹⁴⁰ Sobre os efeitos das alterações dos requisitos de capital mínimo para os bancos de investimento independentes instituídos por programa voluntário da SEC vide COFFEE, JR., John C.. *What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis*. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 10-18.

¹⁴¹ De forma específica, vem sendo enfrentada a questão da inação da SEC perante problemas que resultaram nas recentes crises e na tendência de desregulamentação observada nos normativos da entidade. COFFEE, JR., John C.; SALE, Hillary. *Redesigning the SEC: Does the Treasury have a Better Idea?*. *Virginia Law Review*, v. 95, 2009. p. 707-783.

¹⁴² *It has escaped almost no one’s attention that the credit rating agencies bear much responsibility for the 2008 financial crisis, with the consensus view being that they inflated their ratings in the case of structured finance offerings.*

que os bancos de investimento e outras instituições financeiras relegaram, a segundo plano o cuidado com a diversificação de sua carteira e com a alavancagem de seu capital,¹⁴³ e que o investidor também falhou (ao confiar no *underwriter* e no *gatekeeper* em bases pouco razoáveis). Há que se questionar, todavia, as razões que levaram as agências de *rating* a desconsiderar o valor intrínseco de sua reputação na concessão de grau de investimento a tais ativos que, com o tempo, mostraram-se destituídos de tal condição¹⁴⁴.

Coffee resume quatro fatores principais atribuídos como causas para a conduta que tal categoria de profissionais apresentou à época¹⁴⁵:

[Tradução livre: “Não escapou à atenção de ninguém que recaía sobre as agências de *rating* muita da responsabilidade pela crise financeira de 2008, com a visão de consenso sendo que elas inflaram suas avaliações no caso das ofertas de finanças estruturadas.”]

COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 2 e 7.

A primary cause of the recent credit market turmoil was overdependence on credit ratings and credit rating agencies. Without such overdependence, the complex financial instruments, particularly Collateralized Debt Obligations (CDOs) and Structured Investment Vehicles (SIVs), which were at the center of the crisis could not, and would not, have been created or resold.

[Tradução livre: “Uma causa primária do recente caos no mercado de crédito foi a excessiva dependência nos *ratings* de crédito e nas agências de *rating*. Sem tal dependência excessiva, os instrumentos financeiros complexos, particularmente os *Collateralized Debt Obligations (CDOs)* e os *Structured Investment Vehicles (SIVs)*, que estavam no centro da crise, não poderiam, e não teriam, sido criados e revendidos.”]

PARTNOY, Frank. Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-015, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430653>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 1

¹⁴³ COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 3.

¹⁴⁴ Assim aponta Fisch:

Whether the rating agencies engaged in self-dealing or were simply incompetent, there is little question that they failed to investigate the securities thoroughly and issued ratings that were, at best, highly inflated.

[Tradução livre: “Seja porque as agências de *rating* se envolveram em negociações próprias, seja porque eram simplesmente incompetentes, há pouca discussão que elas falharam em investigar os valores mobiliários de forma aprofundada e emitiram notas de *rating* que eram, na melhor das hipóteses, altamente infladas.”]

FISCH, Jill E. Top Cop or Regulatory Flop: The SEC at 75. *Virginia Law Review*, v. 95, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1392284>>. Acesso em: 22.09.2013. p. 813.

E também Partnoy:

The global crisis has called into question this role of rating agencies as financial gatekeepers. The debacle was fueled in part by credit rating agencies “licensing” complex, risky financial instruments with triple-A ratings they did not deserve. Both regulators and institutional investors relied on those ratings, to their peril.

[Tradução livre: “A crise global chamou a atenção sobre o papel das agências de *rating* como *gatekeepers* financeiros. O desastre foi alimentado em parte pelas agências de *rating* concedendo ‘licenças’ para instrumentos financeiros de risco complexos, com notas de *rating triple-A* que eles não mereciam. Tanto reguladores quanto investidores institucionais confiaram nestas notas de *rating*, para seu próprio perigo.”]

PARTNOY, Frank. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 2.

¹⁴⁵ COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 7-8.

- (i) Ausência de competição, visto que o mercado, à época, contava tão somente com três grandes agências de rating;
- (ii) Receio de responsabilização mitigado. Conforme relata o autor, aparentemente não teria havido casos de responsabilização ou de necessidade de acordo por parte das agências de rating nos Estados Unidos;
- (iii) Necessidade de os valores mobiliários com natureza de débito obterem grau de investimento para poderem ser adquiridos por investidores institucionais; e
- (iv) Diferentemente dos demais profissionais de mercado de valores mobiliários que examinam informações, não tinham o dever de verificá-las, mas de emitir opinião sobre informações que lhes são apresentadas.

O autor então complementa com fatores específicos precedentes à crise¹⁴⁶:

- (i) A crescente importância das operações estruturadas para o mercado tornou a emissão de classificação de risco para securitizações parcela preponderante da receita das agências de *rating*. Assevera o autor que o efeito disto não foi somente o aumento de lucros: houve a mudança no polo de influência sobre a agência de *rating*. Nas emissões de valores mobiliários por companhias, o valor pago por esta representava pequena parcela da receita total da agência. Em contraste, a influência das instituições estruturadoras tornou-se significativa, na medida em que seus negócios representavam parcela importante da receita da agência. Nas palavras do autor:

*A common estimate is that structured finance accounted for over 40% of the rating agencies business, but this 40% was probably controlled by no more than four or five investment banks. Thus, the client had at last acquired power over its gatekeeper and could adroitly exploit to obtain inflated ratings.*¹⁴⁷

¹⁴⁶ COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p.8-10.

¹⁴⁷ [Tradução livre: “Uma estimativa comum é que financiamentos estruturados respondiam por mais de 40% do negócio das agências de *rating*, mas estes 40% eram provavelmente controlados por não mais que quatro ou cinco bancos de investimento. Assim, o cliente tinha, ao fim, adquirido poder sobre seus *gatekeepers*, e podia, habilmente explorá-lo para obter *ratings* inflados.”]
COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 9.

(ii) O crescimento da Fitch Ratings, a partir da década de 90. A concorrência teria tornado às agências de *rating* mais aquiescentes em relação às demandas e pressões impostas por seus clientes¹⁴⁸.

A lição pós-crise de Partnoy, a seu turno, encontra na pouca coerção legal as razões para a conduta nociva ao mercado manifestada pelas agências de *rating* crise. Analisando o direito norte-americano, o autor identifica que a própria regulamentação, em certos dispositivos, afasta a responsabilização de tais entidades pelas opiniões emitidas¹⁴⁹. Ainda, os tribunais sistematicamente contribuíram com precedentes que afastaram ou minoraram a responsabilização das agências de *rating*¹⁵⁰. Consequência disso é que as agências de *ratings* gozariam, na prática, de imunidade contra responsabilidade civil¹⁵¹.

¹⁴⁸ O autor empreende o resumo de estudo de Harvard (B. Becker and T. Milburn, Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry) sobre os impactos da competição:

A Harvard Business School study has found three significant impacts: (i) the ratings issued by the two dominant rating agencies shifted significantly in the direction of higher ratings; (ii) the correlation between bond yields and ratings fell, suggesting that under competitive pressures ratings less reflected the market's own judgement; and (iii) the negative stock market reaction to bond rating downgrades increased, suggesting that a downgrade now conveyed worse news because the rated offering was falling to an even lower quality threshold than before. The authors conclude that increased competition may impair "the reputational mechanism that underlies the provision of good quality ratings".

[Tradução livre: "Um estudo da Escola de Negócios de Harvard encontrou três impactos significativos: (i) os *ratings* emitidos pelas duas agências de *rating* dominantes penderam significativamente na direção de notas maiores; (ii) a correlação entre os rendimentos dos títulos e as notas de *ratings* caiu, sugerindo que, sob pressão competitiva, as notas de *rating* refletiam menos o julgamento do mercado; e (iii) a reação negativa dos mercados de ações a rebaixamentos de notas de títulos aumentou, sugerindo que um rebaixamento agora representava más notícias, porque a oferta classificada estava caindo a um patamar de qualidade ainda menor que o anterior. Os autores concluem que o aumento na competição podem limitar 'o mecanismo de reputação subjacente à provisão de notas de *rating* de boa qualidade'."]

COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 9.

¹⁴⁹ *NRSROs are immune from liability for misstatements in a registration under Section 11 of the Securities Act of 1933. Securities Act Rule 436 explicitly provides that NRSRO are exempt from liability as an expert under Section 11.*

[Tradução livre: *NRSROs* são imunes a responsabilidade por falhas em suas declarações em um registro sob o Artigo 11 do Securities Act of 1933. A Regra 436 do *Securities Act* determina explicitamente que *NRSROs* são isentas da responsabilidade da condição de *experts* do Artigo 11."]

NRSRO é a sigla para *Nationaly Recognized Statistical Rating Organizations*, como são denominadas as agências de *rating* nos Estados Unidos.

PARTNOY, Frank. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 14.

¹⁵⁰ *Rating agencies were sued following a number of defaults, including class action litigation related to the Washington Public Power Supply System default in 1983; claims related to the Executive Life bankruptcy in 1991; a suit by the Jefferson County, Colorado, School District against Moody's in 1995; and claims by Orange County, California, based on professional negligence, against S&P in 1996. However, the only common element in these cases was that the rating agencies won. The suits were dismissed or settled on favorable terms to the rating agencies. For example, Orange County's \$ 2 billion suit against S&P netted a paltry settlement of \$ 140,000, roughly 0.007 percent of the claimed damages.*

Sejam motivações econômicas, sejam condições legais que tenham incentivado as agências de rating a falharem na prestação de seus serviços, a doutrina jurídica debate que medidas seriam necessárias para prevenir que as condutas que contribuíram para a crise de 2008 voltem a acontecer. Nesse sentido, temas como a estruturação de um aparato regulatório adequado para regradar a responsabilidade das agências de rating¹⁵², a eventual constituição de um órgão único para supervisão destas¹⁵³, os efeitos da concorrência neste setor¹⁵⁴, a reforma das funções de supervisão e regulamentação pela SEC¹⁵⁵ vem sendo trabalhados.

Em relação às consequências da crise para agências de *rating*, a irresignação de Partnoy, referente à responsabilização destas na crise do início dos anos 2000, de que “*While other gatekeepers have paid billions of dollars in legal settlements since 2002,*

[Tradução livre: “Agências de *rating* foram processadas na sequência de um número de inadimplências, incluindo ações civis públicas relacionadas ao inadimplemento do *Washington Public Power Supply System* em 1983; reclamações relacionadas à falência do *Executive Life* em 1991; um processo do Distrito Escolar de Jefferson County, Colorado, contra a Moody’s em 1995; e reclamações do *Orange County, California*, com fundamento em negligência profissional, contra a S&P em 1996. Porém, o único elemento comum nestes casos, foi que as agências de *rating* ganharam. Os processos foram desconsiderados ou houve acordo em termos favoráveis às agências de *rating*. Por exemplo, a ação de \$ 2 bilhões de dólares movida pelo *Orange County* contra a S&P alcançou o pífio valor líquido de acordo de \$ 140.000, aproximadamente 0,007 por cento dos danos reclamados.”]

PARTNOY, Frank. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 14.

O fundamento principal de defesa das agências de *rating* nas ações de responsabilidade civil que lhe são intentadas vem sendo o direito constitucional americano de direito à livre expressão, garantido pela *First Amendment* à constituição. PARTNOY, Frank. Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-015, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430653>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 13.

¹⁵¹ PARTNOY, Frank. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 5.

¹⁵² PARTNOY, Frank. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 14-19.

¹⁵³ PARTNOY, Frank. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 7-13.

¹⁵⁴ Sobre esta questão, vide COFFEE, JR., John C.. What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009, p. 9-10, 21.

Ainda: PARTNOY, Frank. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 17.

¹⁵⁵ FISCH, Jill E. Top Cop or Regulatory Flop: The SEC at 75. *Virginia Law Review*, v. 95, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1392284>>. Acesso em: 22.09.2013. p. 814-815.

credit rating agencies have paid virtually nothing”¹⁵⁶, aparentemente não permanecerá verdadeira para os eventos de 2008. Isso porque diversas ações judiciais vem sendo movidas contra as agências de rating nos Estados Unidos, buscando a reparação de danos, tanto por parte de investidores quanto pelo próprio governo¹⁵⁷.

Na mesma esteira, esforços envolvendo reformas legais buscando corrigir as deficiências encontradas no regime jurídico dos mercados financeiro e de valores mobiliários vem sendo amplamente empreendidos, como veremos na discussão sobre a Lei Dodd-Frank no item 3.1.2 adiante.

¹⁵⁶ [Tradução livre: “Enquanto outros *gatekeepers* vem pagando bilhões de dólares em transações desde 2002, agências de *rating* vem pagando virtualmente nada.”]

PARTNOY, Frank. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, May 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=900257>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 66.

¹⁵⁷ HALLMAN, Ben. S&P Lawsuit First Amendment Defense May Fare Poorly, Experts Say. *Huffington Post*, 02.04.2013. Disponível em: <http://www.huffingtonpost.com/2013/02/04/sp-lawsuit-first-amendment_n_2618737.html>. Acesso em: 26.09.2013.

2. SURGIMENTO DA FIGURA E CONCEITUAÇÃO DE GATEKEEPER

A qualificação de determinada pessoa, profissão, instituição ou, ainda, de um grupo relevante como *gatekeeper* não ocorre privativamente no Direito do Mercado de Valores Mobiliários. A expressão é utilizada em outras áreas do Direito e também em outras disciplinas de ciências sociais¹⁵⁸, sendo que “(...) *the common defining characteristic is a monitoring role with some power to screen out or at least to grade or rate the persons or entities scrutinized by the ‘gatekeeper’.*”¹⁵⁹

Os riscos envolvidos no mercado de valores mobiliários justificam ser este um setor da economia regulado pelo Poder Público. Busca-se, assim, na seara normativa, encontrar a política de regulação deste mercado que seja menos custosa e mais eficiente ao regulador, ao mercado e a seus participantes (emissores, investidores e intermediários). A doutrina jurídica vem estudando em que medida a utilização da figura dos *gatekeepers* pode colaborar nesse sentido.

Trataremos, neste capítulo, (i) do contexto da criação da figura do *gatekeeper* pela doutrina; (ii) do conceito formulado por diversos doutrinadores que se ocupam recorrentemente do estudo dos *gatekeepers*; (iii) das feições e atributos desses profissionais/instituições; (iv) das categorias profissionais que, no mercado de valores mobiliários, são identificados pela doutrina como *gatekeepers*; e (v) dos objetivos de se reger a participação tais figuras no âmbito do mercado de valores mobiliários.

¹⁵⁸ *Gatekeeping is a metaphor ubiquitous across disciplines and within fields of law. The metaphor describes functions in diverse subjects such as communications, economics, education, political science, and psychology. And the metaphor crops up in legal analyses of commercial systems, criminal procedure, cyberspace, environmental agencies, health care, insurance policies, intellectual property, international issues, judicial roles, litigation strategy, securities regulation, and tax policy.*

[Tradução livre: “*Gatekeeping* é uma metáfora com o dom da ubiquidade através das disciplinas e nos campos do Direito. A metáfora descreve funções em diversos assuntos, como comunicações, economia, educação, ciência política e psicologia. E a metáfora aparece na análise legal de sistemas comerciais, procedimentos criminais, ciberespaço, agências de meio ambiente, cuidados com a saúde, apólices de seguro, propriedade intelectual, assuntos internacionais, papéis judiciais, estratégias de litigância, regulação de valores mobiliários e políticas de tributação.”]

OH, Peter B.. *Gatekeeping*. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 3-4.

¹⁵⁹ [Tradução livre: “(...) a característica comum que as define é o papel de monitoramento, com algum poder para peneirar ou, ao menos, atribuir notas ou classificar as pessoas ou entidades escrutinadas pelo ‘gatekeeper’”]. COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 10.

2.1 CRIAÇÃO DO CONCEITO

A figura dos *gatekeepers*, como hoje é utilizada no Direito do Mercado de Valores Mobiliários, nasceu e foi inicialmente desenvolvida no âmbito do Direito Societário, em discussões sobre a governança corporativa.

É atribuída¹⁶⁰ a Kraakman, em artigo de 1984, a concepção das raízes do termo utilizado hoje pelo Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Ao tratar de estratégias de imposição de responsabilidade às companhias e a seus administradores, o autor identifica a figura dos *gatekeepers*, que conceitua como atores privados¹⁶¹, externos à companhia, que, diante da possibilidade de responsabilização civil ou criminal, são induzidos a descobrir e prevenir infrações¹⁶². Em certas situações¹⁶³, a atribuição de responsabilidade a tal figura por ilícitos cometidos pela companhia poderia ser mais eficiente e gerar menos custos¹⁶⁴ do que uma política regulatória fundada apenas na responsabilização da companhia e/ou de seus administradores.

Neste trabalho, o autor lança bases importantes sobre temas que, futuramente, seriam aprofundados. As partes e profissionais que se prestam a atuar como *gatekeepers*, a diferenciação da responsabilização de cada parte /profissional em função da natureza de seus serviços, as condições em que tal estratégia de atribuição de responsabilidade se mostraria vantajosa, os custos a serem incorridos em tal opção, são algumas das questões então lançadas pelo autor.

Assim o primeiro doutrinador a utilizar o termo inicia o artigo originário sobre o tema: “*Debate continues over how best to tap the private interests of enterprise*

¹⁶⁰ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 10. MAVROMMATI, Sandy. The Dynamics of Gatekeepers, Corporate Culture and Whistleblowers. *The Corporate Governance Law Review*, v. 1, n. 3, 2005, p. 393.

¹⁶¹ KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 868.

¹⁶² KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 889.

¹⁶³ Trata-se da hipótese de “enforcement insufficiency”, insuficiência na aplicação da lei, em que *the legal system cannot even detect or prosecute a significant proportion of offenses*.

[Tradução livre: “o sistema legal não consegue nem detectar nem processar uma parcela significativa de ofensas.”]

Condição para tal hipótese é que a imposição de sanção à empresa e/ou aos indivíduos que a administram tenha se mostrado insuficiente para induzir tais entes a cumprir com a lei a custos aceitáveis. KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 868 e 888.

¹⁶⁴ KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 889.

participants to serve the public interest.”¹⁶⁵ Note-se, contudo, que se a intenção inicial consistia em lançar luzes aos estudos sobre a responsabilização da empresa, a sua contribuição principal pode ter residido na segunda parte da proposta. Isso porque as discussões sobre a figura dos *gatekeepers* que o estudo trouxe extrapolaram o âmbito da governança corporativa, repercutindo nas formas de pensar a atuação do regulador, na função tradicional de profissionais e das entidades participantes, a proteção do investidor, dentre outras questões de Direito do Mercado de Valores Mobiliários, todas de significativo impacto para o interesse público.

Importante destacar ainda que, em suas conclusões, o autor já prevê a importância que o estudo dos *gatekeepers* como estratégia de imposição de responsabilidade adquiriria para o Direito do Mercado de Valores Mobiliários, apontando, inclusive, sua função na redução de riscos e de custos incorridos na prestação de informações ao mercado¹⁶⁶.

Em estudo subsequente, de 1986, Kraakman sintetizou a própria natureza da indagação sobre os deveres, obrigações e responsabilidades a serem atribuídos aos *gatekeepers*, agora recorrendo especificamente a exemplos do mercado de valores mobiliários, da seguinte forma: “*When should we impose liability on parties who, although not the primary authors or beneficiaries of misconduct, might nonetheless be able to prevent it?*”¹⁶⁷

2.2 CONCEITO

Buscaremos, de início, apresentar um conceito próprio, que reflita e que sume, na medida das limitações de tal empreitada, como a doutrina estrangeira vem construindo uma definição para a figura dos *gatekeepers* até hoje. O objetivo desta tentativa é, tão-somente, listar, em breves palavras, alguns denominadores comuns

¹⁶⁵ [Tradução livre: “Debates continuam sobre como melhor aproveitar os interesses privados dos participantes das empresas para servir o interesse público.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. p. 857.

¹⁶⁶ KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 898.

¹⁶⁷ [Tradução livre: “Quando deveríamos impor responsabilidades a partes que, embora não sejam os principais autores ou beneficiários de uma falha de conduta, deveriam, de qualquer forma, ter sido capazes de preveni-la?”] KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 53.

recorrentemente apontados pela literatura, que possam servir como regra geral e referência para o entendimento do estudo realizado neste trabalho. Após, exploraremos a complexidade e as nuances do conceito, revisando como os principais estudiosos da matéria conceituam a figura em exame na área do Direito do Mercado de Valores Mobiliários.

Entendemos tratar-se os *gatekeepers* de indivíduos ou instituições, dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições (a exemplo das instituições distribuidoras, das instituições intermediárias, dos analistas de valores mobiliários, dos auditores independentes, das agências de *rating* e dos advogados) teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário quanto no secundário. A razão disso é que a própria existência e continuidade de seus negócios é colocada em risco ao assegurar, com garantia em sua reputação, questões como (i) a veracidade e correção das ofertas cujas informações chancela; (ii) a adequação das operações realizadas às normas vigentes; e (iii) a prestação de serviços de intermediação de maneira conforme à lei.

Ao abster-se de participar da realização de ofertas públicas ou de negociações ou, ainda, de conceder certa certificação em desacordo com a legislação e regulação, estariam tais agentes atuando como porteiros ou vigias (em inglês, *gatekeepers*), barrando a realização de negócios lesivos no mercado. Por esse motivo, faz-se a metáfora entre as instituições de mercado de valores mobiliários e a mencionada profissão.

Ainda, importante ressaltar que a terminologia é usada pela doutrina e por órgãos reguladores como forma de condensar, em uma expressão única, todos os significados, relações, efeitos e implicações resultantes de se qualificar certos indivíduos ou instituições do mercado de valores mobiliários como *gatekeepers*.

Cumprido nosso intento de oferecer um breve resumo próprio sobre o conceito de *gatekeeper*, passamos ao exame dos estudos de alguns juristas de renome que se dedicam ao tema.

Iniciando pelo autor que cunhou a expressão, conforme já discurremos acima, Kraakman define os *gatekeepers* como “*potentially powerful corporate outsiders who cannot control illegal conduct directly – who can do no more than monitor for, and*

*attempt to veto, such conduct – (...)*¹⁶⁸. Em termos específicos, *gatekeepers* seriam agentes relacionados à companhia através da prestação de determinados serviços, mas externos a ela e não participantes de sua alta administração, aos quais seria imposta responsabilidade civil e criminal em caso de ilícitos. Isso porque compete a eles influenciar a administração para que não cometa infrações, bem como identificarem tais ilícitos, quando os controles internos da companhia falharem¹⁶⁹. À atividade de tais agentes seria imposta “*an active duty to monitor for offenses*”¹⁷⁰.

Note-se que a definição de *gatekeeper*, para este autor, é permeada pela da função que se quer conferir a tais agentes. Assim, na lição construída por Kraakman funde-se a noção de sujeito com o papel que a este se atribui. Tal linha se torna ainda mais evidente em trabalho posterior do autor, ao pesquisar a participação desta figura como estratégia de imposição da norma jurídica (*enforcement strategy*), sem limitar-se a, mas valendo-se de situações do mercado de valores mobiliários para ilustrar suas análises. Nele, delimita o conceito de *gatekeepers* como “*third parties who can disrupt misconduct by withholding support*”¹⁷¹. Nesses termos, novamente se tem a identificação de um sujeito acrescido à atribuição de uma função para formar a figura do *gatekeeper*.

Outra importante colocação feita pelo autor, no mesmo estudo, é a identificação do que seria o ‘portão’ que cabe ao ‘porteiro’ (o *gatekeeper*) defender. Trata-se da assistência, do apoio que o beneficiário principal da infração carece para conseguir cometer o delito. Tal assistência seria consubstanciada por um bem, serviço ou certificação especializados fornecidos ou prestados pelo *gatekeeper*¹⁷².

Abster-se de entregar o bem, o serviço ou a certificação, seguindo o sentido da metáfora, seria manter a porta fechada à realização do ilícito.

¹⁶⁸ [Tradução livre: “terceiros em relação à companhia potencialmente poderosos, que não podem controlar condutas ilegais diretamente, – que não podem fazer mais do que monitorar e tentar vetar tal conduta – (...).”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 868.

¹⁶⁹ KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 890.

¹⁷⁰ [Tradução livre: “um dever ativo de monitorar ofensas.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 889.

¹⁷¹ [Tradução livre: “terceiros que podem causar distúrbios a condutas irregulares mediante retirada de seu suporte.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 54.

¹⁷² KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 54.

Complementando esta linha, ao analisar os *gatekeepers* como estratégia de *enforcement*, Kraakman observa, com base em precedentes judiciais, que além do poder de vetar a realização do ilícito, é necessário que o *gatekeeper* possa identificar o delito a custos relativamente baixos. A combinação dos dois elementos refletiria os dois diferentes testes seguidamente aplicados pelos tribunais norte-americanos. Para o autor, ainda que contenha defeitos, esta combinação apresentaria os componentes essenciais a se verificarem em um *gatekeeper*¹⁷³.

A doutrina de Coffee também investiga amplamente o conceito dos *gatekeepers*. Para o autor, conceituam-se estes, na seara do mercado de valores mobiliários, como “*reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors.*”¹⁷⁴

O autor acrescenta à sua definição que:

*Characteristically, the professional gatekeeper essentially assesses or vouches for the corporate client's own statements about itself or a specific transaction. This duplication is necessary because the market recognizes that the gatekeeper has a lesser incentive to lie than does its client and thus regards the gatekeeper's assurance or evaluation as more credible. To be sure, the gatekeeper as watchdog is typically paid by the party that it is to watch, but its relative credibility stems from the fact that it is in effect pledging a reputational capital that it has built up over many years of performing similar services for numerous clients.*¹⁷⁵ (Grifamos)

É ideia central na concepção do autor, como se ilustrou acima, que a reputação – e o capital intangível construído pela reputação, o *reputational capital* – é fator essencial para prestação de serviços pelo *gatekeeper*, posto que é utilizado para assegurar a credibilidade de serviços de certificação ou verificação que presta. Haveria, contudo, ainda

¹⁷³ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 86.

¹⁷⁴ *Inherently, gatekeepers are reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors.*

[Tradução livre: “Inerentemente, *gatekeepers* são intermediários reputacionais que provêm serviços de verificação e certificação para investidores.”]

COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1405.

¹⁷⁵ [Tradução livre: “Por característica, o *gatekeeper* profissional essencialmente avalia ou avaliza as declarações da sua cliente companhia sobre si mesma ou sobre um negócio específico. Esta duplicação é necessária porque o mercado reconhece que o *gatekeeper* tem menores incentivos para mentir do que seu cliente, e, portanto, considera a garantia ou avaliação do *gatekeeper* como mais crível. De certo, o *gatekeeper* como cão de guarda é tipicamente pago pela parte contra quem deve manter guarda, mas sua credibilidade deriva do fato de que está empenhando um capital reputacional que construiu através de muitos anos de prestação de serviços similares a numerosos clientes.”]

COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1405.

uma segunda dimensão essencial à noção de *gatekeeper*, que poderia se fazer presente mesmo na ausência de reputação:

*(...) the gatekeeper receives a far smaller benefit or payoff for its role, as an agent, in improving, certifying, or verifying information than does the principal from the transaction that the gatekeeper facilitates or enables. Thus, because of this lesser benefit, a lesser expected penalty should be sufficient to deter. This latter premise applies even if the gatekeeper has no reputational capital.*¹⁷⁶ (Grifamos)

Assim, além da reputação, leciona o autor que o conceito de *gatekeeper* se forma também pela capacidade deste, na função de *agent*, de responder à coerção de maneira mais barata do que se esta fosse imposta diretamente ao *principal* da operação que compete ao *gatekeeper* avaliar. Destaca, contudo, que, tanto pela dimensão da reputação quanto pela dimensão dos custos menores que se espera ter para prevenir o delito, a figura do *gatekeeper* contribui para a observância do ordenamento jurídico¹⁷⁷.

Interessa observar que o entendimento acima anotado segue a linha do que havia exposto Kraakman em seu estudo embrionário sobre os *gatekeepers* na esfera das companhias. Tanto a questão da importância da reputação profissional do prestador de serviços¹⁷⁸ quanto a questão dos benefícios menores que este receberia (em relação ao beneficiário principal do delito), portanto, são pontos de convergência partilhados pelos dois autores¹⁷⁹. Uma divergência surge em relação à posição da figura no negócio, conforme analisaremos em mais detalhe no item 2.3.3 abaixo.

Em estudo posterior, Coffee acrescenta também, às suas tentativas de definição, a noção de que *gatekeeper* teria a função de emprestar seu capital reputacional

¹⁷⁶ [Tradução livre: “(...) o *gatekeeper* recebe um benefício ou remuneração menor por seu papel, como agente, em melhorar, certificar, ou verificar a informação, do que recebe o principal pelo negócio que o *gatekeeper* facilita ou permite que aconteça. Portanto, devido ao menor benefício, a expectativa de uma penalidade menor deveria ser suficiente para a sua dissuasão. Esta última premissa é aplicável mesmo se o *gatekeeper* não tiver capital reputacional.”]

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 308.

¹⁷⁷ *Yet, from both perspectives, the presence of gatekeepers increases the prospects for deterrence and law compliance.*

[Tradução livre: “Ainda, de ambas as perspectivas, a presença do *gatekeeper* aumenta as chances de dissuasão e de observância à lei.”]

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 308.

¹⁷⁸ Em estudo do mesmo ano do artigo seminal de Kraakman sobre os *gatekeepers*, o autor e Gilson empreendem também a análise sobre a importância e função dos intermediários reputacionais na diminuição dos custos de informação no mercado de valores mobiliários. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H.. *The Mechanisms of Market Efficiency. 70 Virginia Law Review* No. 70, May 1984, p. 605, 617-620.

ao emissor para garantir aos investidores a “qualidade do sinal” enviado por este ao mercado ao divulgar suas informações¹⁸⁰.

Por último, trazemos o conceito de Laby, que, buscando sumarizar a literatura disponível, em seu trabalho sobre as nuances entre as várias espécies de *gatekeepers*, define-os como “(...) *a person or firm that provides verification or certification services or that engages in monitoring activities to cabin ilegal or inappropriate conduct in the capital markets.*”¹⁸¹

Em sentido oposto aos juristas acima examinados, Cunningham inicialmente criticou as tentativas de se prover um conceito de *gatekeeper*, posto que não haveria “*analytical utility or legal significance*”¹⁸² para o termo. A ausência de uma formulação doutrinária útil comprovaria, na visão do autor, que o recurso à metáfora poder mais induzir a erro do que ajudar¹⁸³. Em trabalhos subsequentes, porém, o autor estuda aprofundadamente o assunto, sem apresentar a mesma irresignação anteriormente exposta, sem formular conceito próprio, mas partindo de conceitos já expostos na doutrina¹⁸⁴.

Podemos, no entanto, aproveitar a deixa da crítica do autor para examinar a importância da formulação do conceito para o Direito. De fato, a adjetivação de um certo profissional careceria de utilidade por si só. Essa aparente falta de utilidade deixa de existir na medida em que a criação da figura é intrinsecamente permeada pela atribuição de uma função, na qual lhe são impostos deveres. No caso específico da metáfora em exame, determinados sujeitos vinculados necessariamente a uma função são colocados a serviço de estratégias de regulação, para aumentar a eficiência do mercado, diminuir custos para

¹⁷⁹ KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 14.

¹⁸⁰ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 2

¹⁸¹ [Tradução livre: “(...) uma pessoa ou firma que fornece serviços de verificação ou que se engaja em atividades de monitoramento para impedir conduta ilegal ou não apropriada em mercados de capitais.”] LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 123.

¹⁸² [Tradução livre: “utilidade analítica ou significância legal.”] CUNNINGHAM, Lawrence A.. Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability. *UCLA Law Review*, v. 52, Winter 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=554863>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 6, nota de rodapé 5.

¹⁸³ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability. *UCLA Law Review*, v. 52, Winter 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=554863>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 7

¹⁸⁴ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009 e Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009.

reguladores, participantes do mercado e investidores, aumentar os benefícios sociais, dentre outros efeitos investigados pela ciência jurídica.

O escopo do recurso à figura dos *gatekeepers* pelo ordenamento será aprofundado a seguir no item 2.5.

2.3 CARACTERÍSTICAS ESSENCIAIS DA FIGURA

O que integra a essência do *gatekeeper*? A partir do conceito, passaremos a investigar as feições e atributos particulares que a doutrina identifica em tais profissões e instituições.

Embora diferentes em seus papéis primários no mercado de valores mobiliários, os *gatekeepers* apresentam diversas características comuns. Enquanto a classificação que apresentamos é de nossa proposição, os traços específicos que examinaremos abaixo são frequentemente abordados pela doutrina, embora de forma assistemática.

Note-se, de interessante, a conexão que uma característica tem com a outra, por vezes, formando parte da concepção de outra característica.

2.3.1 Reputação

Os participantes do mercado de valores mobiliários considerados como *gatekeepers* são profissionais e instituições que, durante anos fomentam a reputação em sua atuação como forma de participarem e se manterem no setor em que atuam.

A questão é recorrente nos estudos sobre o tema. Trata-se de uma das características intrínsecas à figura, por diversos motivos.

Primeiramente, esta característica vincula-se à dinâmica da disseminação da informação no mercado de valores mobiliários¹⁸⁵. Como ressalta Kraakman,

¹⁸⁵ A esse respeito, vide Kraakman:

Like the consumer market and the residential housing market, the securities market also relies on the monitoring services of third parties. The critical difference, however, is that this market depends heavily on the representations of issuers and their managers for information that cannot be acquired in any other way. Thus, in addition to purchasing information from unaffiliated monitors (brokers, investment advisers, and rating agencies), investors have a powerful incentive to rely on the reputations of key affiliates of unknown issuers (underwriters, accountants, law firms, and even outside directors), who are

“Reputations are particularly important where buyers cannot verify the quality of goods or services prior to their purchases, and enforceable warranties prove costly or ineffective”¹⁸⁶. Tal é o caso do mercado em tela, em que é devida ao investidor a informação necessária para a tomada de decisão, mas em que a real qualidade do produto só se revelará após sua aquisição¹⁸⁷.

Assim, a negociação de um valor mobiliário depende que o investidor confie nas informações disponibilizadas sobre o ativo. A credibilidade da informação prestada pelo emissor, por si só, não se mostraria suficiente, vez que seu acesso ao mercado não é sistemático¹⁸⁸. Para tanto, interpõe-se a participação de uma instituição especializada, de robusta reputação no mercado, que assegurará que as informações foram devidamente verificadas, são suficientes ou que o exame empreendido por ele é fidedigno, conforme a natureza e alcance do seu serviço¹⁸⁹. Esse terceiro é denominado

in a position to verify issuer representations. Even without formal gatekeeping duties, these key affiliates frequently serve as “reputational intermediaries” (Gilson and Kraakman: 613-21; Gilson: 288-93). That is, investors depend upon established underwriters and accountants, who are repeat players in the securities market, to monitor new issuers in order to protect their own reputations.

[Tradução livre: “Como o mercado de consumo e o mercado imobiliário residencial, o mercado de valores mobiliários também confia nos serviços de monitoramento de terceiros. A diferença crítica, contudo, é que este mercado depende pesadamente das declarações de emissores e de seus administradores por informação que não pode ser adquirida de qualquer outra forma. Portanto, em acréscimo a comprar informação de monitores sem filiação (corretoras, consultores e agências de *rating*), os investidores têm incentivos poderosos para confiar nas reputações de afiliados-chave de emissores desconhecidos (*underwriters*, contadores, escritórios e advocacia e diretores independentes), que estão em condições de verificar as declarações do emissor. Mesmo sem deveres formais de *gatekeeping*, estes afiliados-chave frequentemente servem como ‘intermediários reputacionais’ (Gilson and Kraakman: 613-21; Gilson: 288-93). Isto é, investidores dependem de *underwriters* e contadores já estabelecidos, que são repeat players no mercado de valores mobiliários, para monitorar novos emissores e para proteger a reputação destes.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 94.

¹⁸⁶ [Tradução livre: “Reputações são particularmente importantes onde compradores não podem verificar a qualidade dos bens ou serviços anteriormente à compra, e garantias exigíveis se provam caras ou ineficazes.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 96.

¹⁸⁷ A atuação do *underwriter* ilustra a referida situação: *Investors typically rely on underwriters not only to verify issuer representations but also to acquire and process all available information in setting the issue price.*

[Tradução livre: “Investidores tipicamente confiam nos *underwrites* não apenas para verificar as declarações do emissor, mas, também, para adquirir e processar toda a informação disponível para a fixação do preço de emissão.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 97.

¹⁸⁸ Esta questão será aprofundada adiante, no exame da característica dos *gatekeepers* como *repeat players*.

¹⁸⁹ (...) *the gatekeeper is a person who has significant reputational capital, acquired over many years and many clients, which it pledges to assure the accuracy of statements or representations that it either makes or verifies.*

[Tradução livre: “(...) o *gatekeeper* é uma pessoa que tem capital reputacional significante, adquirido ao longo de muitos anos e com muitos clientes, o qual ele empenha para assegurar a exatidão das manifestações ou declarações que ele faz ou que verifica.”]

na doutrina como intermediário reputacional¹⁹⁰, expressão que bem combina seu posicionamento na negociação do valor mobiliário e a essencialidade da reputação no exercício de sua atividade¹⁹¹.

Em resumo, compete ao intermediário reputacional, ao tratar a informação, atestar ou deixar de atestar a qualidade do emissor ou do ativo que examina. Nesse primeiro viés, consiste a reputação em instrumento utilizado por participantes do mercado de valores mobiliários para a prestação de seus serviços. Posto que o *gatekeeper* é uma especialização do intermediário reputacional, carrega consigo a característica.

Em um segundo viés, pertinente agora ao próprio *gatekeeper* e tornada possível pela existência do primeiro, a reputação serve como um freio seja voluntário, seja por imposição legal¹⁹². Nesse sentido, o *gatekeeper* deixaria de tomar parte em atividades contrárias à lei, ou, ao menos, consideraria a hipótese de não o fazer, na medida em que, se a desconformidade ou ilícito for descoberto, prejudicaria seu ‘capital reputacional’¹⁹³, construído ao longo do tempo¹⁹⁴. Com isso, é esperado que tal

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 308.

¹⁹⁰ Expressão inicialmente usada por Gilson and Kraakman, em GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H.. The Mechanisms of Market Efficiency. 70 *Virginia Law Review* No. 70, May 1984, p. 549-643.

¹⁹¹ *In the case of intermediaries in the securities markets, of course, the reputational sellers are the “name” underwriters, accounting firms, law firms and brokerage houses that stand behind unseasoned issuers. These intermediaries are able to command premium fees for their services, partly because investors trust their monitoring abilities and expect their prospects for future premiums to deter carelessness or corruption.*

[Tradução livre: “No caso dos intermediários do mercado de valores mobiliários, é claro, os vendedores reputacionais são o ‘nome’ que *underwriters*, firmas de contabilidade, firmas de advocacia, e casas de corretagem que apoiam os emissores iniciantes. Estes intermediários podem contratar remunerações por seus serviços, parcialmente porque investidores confiam em suas habilidades de monitoramento e esperam que as perspectivas de recebimento de ganhos futuro sejam capazes de dissuadir condutas descuidadas ou corrupção.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 97.

¹⁹² Kraakman aponta que (...) *even without legal liability, accountants, underwriters, and other intermediaries in the securities market would presumably screen against fraudulent transactions in order to safeguard their reputations.*”

[Tradução livre: “(...) mesmo sem responsabilização legal, contadores, *underwriters* e outros intermediários nos mercados secundários presumivelmente procurariam operações fraudulentas de forma a resguardar sua reputação.”]

Assim, a imposição de responsabilidades ao *gatekeeper* pela via legal, quando natural e voluntariamente ele já assumiria a função de monitor do mercado, deve passar pela análise dos custos envolvidos com tal medida. KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 61.

¹⁹³ Tradução livre de ‘reputational capital’, expressão bastante utilizada em John C. Coffee, Jr.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 302. Diz respeito à parcela intangível do capital de instituição do mercado de valores

agente leve em conta a perda de elemento intangível essencial à sua manutenção na atividade como um fator inibitório.

Frente às crises ocorridas na década de 2000, estuda a doutrina de que forma a reputação influi na atuação do *gatekeeper* na prevenção de ilícitos e em que situações ela não se mostra suficiente, fazendo-se, neste caso, necessário que o regime jurídico imponha medidas para cooptar o *gatekeeper* a observar a lei¹⁹⁵.

2.3.2 Ganhos Menores com a Prática de Infração

Em sua condição de participante do mercado¹⁹⁶, a remuneração do *gatekeeper* advém da prestação de serviços para a realização de determinado negócio, de forma que sua remuneração representará parcela deste.

Pela própria relação de agência que caracteriza sua contratação, o *gatekeeper*, na condição de *agent*, receberá ganhos menores com o envolvimento em práticas ilícitas do

mobiliários (que seriam ‘*reputational intermediaries*’) formada pela reputação construída ao longo do tempo, com a prestação de seus serviços.

¹⁹⁴ (...) *why do investors trust gatekeepers? The most logical answer takes us back to why the second or ‘reputational intermediary’ model of gatekeepers outperforms the first or ‘private policeman’ model. The gatekeeper is trusted to the extent that it is a repeat player who possesses significant reputational capital that would be lost or depreciate if it were found to have condoned wrongdoing. In theory, so long as the gatekeeper has reputational capital at risk whose value exceeds the expected profit that it will receive from the client, it logically should be faithful to investors and not provide a false or reckless certification.*

[Tradução livre: “(...) porque investidores confiam em *gatekeepers*? A explicação mais lógica nos leva de volta a porque o segundo, ou modelo de ‘intermediário reputacional’ de *gatekeepers* supera o primeiro, ou modelo de ‘policia privado’. O *gatekeeper* é confiável na medida em que é um *repeat player* que possui capital reputacional significativo que seria perdido ou depreciado se ele fosse descoberto compactuando com ilícitos. Na teoria, desde que o *gatekeeper* tenha capital reputacional em risco cujo valor exceda aquele dos ganhos que receberá do cliente, logicamente ele será fiel ao investidor e não fornecer certificação falsa ou imprudente.”]

No texto citado, o autor parte desta proposição para examinar os casos e situações em que a perda da reputação não foi suficiente para impedir a participação de *gatekeepers* em delitos. COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. p. 4 e ss.

¹⁹⁵ *But while reputation undeniably has some impact on capital-market gatekeepers, recent events cast significant doubts over the nature of this impact and its interaction with other market forces, and thus on the extent to which reputation can be relied on to replace or supplement gatekeeper liability.*

[Tradução livre: “Mas enquanto a reputação, sem dúvidas, tem algum impacto sobre os *gatekeepers* de mercado de capitais, eventos recentes lançaram dúvidas significantes sobre a natureza desse impacto e a sua interação com outras forças do mercado, e, portanto, sobre o alcance no qual a reputação pode ser confiada para substituir ou suplementar a responsabilidade do *gatekeeper*.”]

HAMDANI, Assaf. *Gatekeeper Liability*. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 113.

¹⁹⁶ Estamos tratando aqui das instituições intermediárias em sua condição de prestadora de serviços a terceiros no mercado de valores mobiliários. De certo que certas instituições do mercado de capitais podem também participar do mercado como investidores, utilizando carteira própria. Não é este, contudo, o papel em discussão.

que seu *principal* na operação¹⁹⁷. Seu ganho será apenas parte do quanto auferido pelo beneficiário direto.

Os ganhos limitados com o envolvimento em ilícitos seriam um desincentivo natural para que as profissões e instituição em exame se envolvam em tais atividades¹⁹⁸.

Nesse sentido, diversas características contribuem para o menor ganho:

Despite their disparate roles, moreover, it is easy to see why outside directors, accountants, lawyers, and underwriters are likely targets for a gatekeeper liability strategy. Each has or might have low-cost access to information about firm delicts. Contractually or informally, each already performs a private monitoring service on behalf of the capital markets. But most important, each is an outsider with a career and assets beyond the firm. At the very least, these potential gatekeepers face incentives that differ systematically from those of inside managers; in the usual case, they are likely to have less to gain and more to lose from firm delicts than inside managers. (Grifamos)¹⁹⁹

Pesam, portanto, para o *gatekeeper* diversos riscos relevantes, que potencialmente impactariam seu custo de oportunidade em anuir com o ilícito. Os prejuízos à reputação, já examinados apartadamente acima, comprometem a própria

¹⁹⁷ Vide nota de rodapé 176 acima.

Também nesse sentido, mas com um exemplo que analisa as companhias como *principal*:

(...) *Because the gatekeeper will receive little, if anything, from corporate involvement in crime or misconduct, it can be deterred more easily than can the corporation or its managers, who may profit handsomely from crime or who may be tempted to engage in criminal activities to achieve goals or thresholds that allow them to remain in office.*

[Tradução livre: “(...) Porque o *gatekeeper* receberá pouco, se receber alguma coisa, do envolvimento no crime ou no delito da companhia, ele pode ser dissuadido mais facilmente do que a companhia e seus administradores, que podem lucrar grandemente com o crime ou podem ser tentados a se envolverem em atividades criminosas para atingir objetivos ou patamares que permitam a eles se manterem nos seus cargos.”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004. p. 308.

¹⁹⁸ Conforme Coffee: (...) *because of this lesser incentive, the gatekeeper is easier to deter.*

[Tradução livre: “(...) por causa deste incentivo menor, o *gatekeeper* é mais facilmente dissuadido.”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004. p. 308.

¹⁹⁹ [Tradução livre: “Apesar de seus papéis diversos, adicionalmente, é fácil ver porque administradores externos, contadores, advogados e *underwriters* são alvos fáceis para estratégias de responsabilização que se utilizam de *gatekeepers*. Cada um tem ou pode ter acesso barato a informações sobre delitos da firma. Contratualmente ou informalmente, cada um já desempenha um serviço privado de monitoramento em nome do mercado de capitais. Mas, de forma, mais importante, cada um é um estranho com uma carreira e ativos além da firma. No mínimo, estes *gatekeepers* potenciais enfrentam incentivos que diferem sistematicamente daqueles dos administradores internos; de forma usual, eles possivelmente terão menos a ganhar e mais a perder com os delitos da firma do que administradores internos. De fato, a responsabilização do *gatekeeper* pode colocar em perigo não apenas os interesses individuais de advogados e de contadores, mas também os interesses e reputações maiores de suas respectivas firmas ou mesmo de toda a sua profissão.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 891.

continuidade do negócio. Está em jogo a perda do investimento realizado até então com a formação do capital reputacional acrescida da perda de seus outros clientes e projetos²⁰⁰. Ainda, arrisca-se a perda das eventuais licenças necessárias para participação no mercado e do investimento em obtê-las²⁰¹. Adicione-se que a descoberta do ilícito pode acarretar medidas de responsabilização legal da instituição e, eventualmente dos indivíduos que a integram, tendo em mente uma estratégia regulatória que se utilize da responsabilização do *gatekeeper*.

2.3.3 Capacidade de Obstaculizar o Ilícito

Cunningham assim descreve a metáfora que nomeia a figura em exame. Primeiramente, indica o autor que é necessário haver ‘portão’ e nenhum outro caminho que o emissor possa utilizar para chegar até o mercado. Em segundo lugar, o portão só poderá ser aberto por um ato de vontade de seu ‘guardião’. Como ressalta, a metáfora tem o intuito de englobar tanto as ofertas iniciais quanto as negociações em mercado secundário, e ainda a prestação de informações periódicas.²⁰²

²⁰⁰ *In theory, the gatekeeper as an entity would not rationally sacrifice its reputational capital for a single client or a modest fee.*

[Tradução livre: “Em teoria, o *gatekeeper*, como entidade, não sacrificaria racionalmente seu capital reputacional por um único cliente ou por uma remuneração modesta.”]

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004. p. 309-310.

²⁰¹ *True, licenses are carrots when first issued, as a badge of professional honor, but the threat of revocation is more nearly a stick. Enforcement steps lead to suspension or expulsions.*

[Tradução livre: “Verdade, licenças são cenouras assim que emitidas, como um distintivo de honra profissional, mas a ameaça de revogação é mais aproximadamente uma varinha. Procedimentos de aplicação da lei levam a suspensão ou expulsões.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. *Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness*. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 14.

²⁰² *As a threshold matter, and in keeping with the metaphor, there must be a gate to keep. It must be one that an enterprise has to traverse to access capital markets and there can be no other way through it—at least some gatekeeper must tend the gate. Likewise, the gate cannot be opened absent a keeper’s volition. The metaphor attempts to capture initial offerings of securities as well as secondary market transactions and periodic reporting exercises.*

[Tradução livre: “Por uma questão de estabelecer um patamar, e mantendo a metáfora, é necessário haver um portão para manter. Precisa ser um que a empresa precise cruzar para acessar mercados de capitais e não pode haver caminho ao redor dele – ao menos algum *gatekeeper* precisa cuidar do portão –. Da mesma forma, o portão não pode ser aberto sem a vontade do guardião. A metáfora tenta abarcar tanto ofertas iniciais de valores mobiliários quanto operações de mercado secundário e o exercício periódico de prestação de informações.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. *Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers*. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 9.

Valendo-nos da ilustração, tem-se que o guardião pode, por sua decisão, criar empecilhos ou até impedir o acesso de emissores, emissões e de negócios lesivos ao mercado. Tal capacidade é uma das características atribuídas aos *gatekeepers*. Importante ressaltar que o alcance desse obstáculo interposto deve ser entendido de forma bastante ampla. Dessa forma, o obstáculo não se restringe ao veto do *gatekeeper* à realização de uma operação ou à negativa na prestação do serviço. Os obstáculos, por exemplo, podem se manifestar na imposição de adequações julgadas necessárias e na manifestação devida pelo *gatekeeper* sobre a qualidade da informação.

O poder de vetar ou obstaculizar é objeto de dissenso doutrinário em sede de discussões sobre o conceito. Haveria duas correntes distintas, conforme se considere ou não como essencial à definição a manifestação do *gatekeeper* como necessária à perfectibilização do negócio.

Em uma primeira acepção, Kraakman, conforme já visto acima, entende que a figura precisa ser capaz de se colocar como um empecilho ao ilícito pela sua negativa em compactuar com ele²⁰³. A concepção de Hamdani também coloca o *gatekeeper* em um posicionamento estratégico, visto que competiria ao *gatekeeper* prover o acesso necessário para participação em um dado mercado ou atividade²⁰⁴.

²⁰³ Nota de rodapé 3 em KRAAKMAN, Reinier H., Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 54.

²⁰⁴ *The term “gatekeeper” has been assigned different definitions in the past. In this Article, I use this term to refer to parties who sell a product or provide a service that is necessary for clients wishing to enter a particular market or engage in certain activities. The services of auditors and underwriters are practically necessary for a company wishing to offer its shares to the public. Some clients who enter the relevant market will use the services of the gatekeeper only for legal purposes. Others, on the other hand, may engage in unlawful activities. An important challenge for policymakers, therefore, is to induce gatekeepers to prevent wrongdoing while minimizing the disruption of lawful activities.*

[Tradução livre: “O termo ‘gatekeeper’ tem sido designado para diferentes definições no passado. Neste artigo, eu uso este termo para referir-me às partes que vendem um produto ou que prestam um serviço que é necessário para clientes que desejam entrar e um mercado determinado ou participar de determinadas atividades. Os serviços de auditores e *underwriters* são praticamente necessários para uma companhia que deseje oferecer suas ações ao público. Alguns clientes que entram no mercado relevante usarão os serviços dos *gatekeepers* somente por motivos legais. Outros, de outra banda, podem tomar parte em atividades ilegais. Um desafio importante para os reguladores, portanto, é induzir os *gatekeepers* a prevenir ilícitos, minimizando a interrupção de atividades legais.”]

O próprio autor identifica seu alinhamento ao conceito de Kraakman e justifica sua preferência da seguinte forma:

First, although many parties subject to secondary liability for securities fraud are indeed reputational intermediaries, this is not the case with respect to parties subject to secondary liability in other areas. Second, a broader definition is useful for exploring the important question of which third parties should be subject to liability.

[Tradução livre: Primeiro, embora muitas partes sujeitas a responsabilização secundária por fraudes envolvendo valores mobiliários sejam, de fato, intermediários reputacionais, este não é o caso, com relação às partes sujeitas a responsabilização secundária em outras áreas. Segundo, uma definição maior é útil para explorar a importante questão de que terceiros devem ser submetidos à responsabilização.”]

HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 58.

Coffee, a seu turno, critica a amplitude destas duas concepções, que bem apontaria a “organizational position”, a posição organizacional, dos *gatekeepers*, mas deixaria de tratar do fator inibitório vinculado à figura e da questão da reputação²⁰⁵. Entende, contudo, que referido posicionamento mostra-se útil no âmbito do estudo dos *gatekeepers* como estratégia regulatória, gerando eficiência normativa ao se atribuir funções necessárias a certos atores²⁰⁶.

Para Oh, há confusão na doutrina entre as expressões “intermediário reputacional” e “*gatekeeper*”. A base da distinção, para ele, deve ser buscada no papel a ser cumprido pelo sujeito²⁰⁷. Dessa maneira, intermediários reputacionais seriam conceituados como terceiros contratados conferir reputação adicional à informação disponibilizada pelo emissor²⁰⁸. A seu turno, *gatekeepers* seriam terceiros de participação necessária²⁰⁹, cuja decisão de conceder ou não ou seu “*support*”²¹⁰ sinalizaria a qualidade da informação que examinou²¹¹, e sobre os quais recaem deveres de monitoramento²¹². O autor identifica, contudo, que uma figura não é excludente da outra, podendo haver situações de sobreposição²¹³.

²⁰⁵ O autor assim justifica sua preocupação com a amplitude das posições de Kraakman e Hamdani: *This definition strikes me as overly broad, at least for purposes of discussing the role of professionals. It would potentially hold liable persons who sold pencils to Al Capone's gang on the theory that one could not run a brewery and tavern business without using pencils to keep records. Ignored by this definition is whether the gatekeeper possessed the ability to monitor whether its product or service has been misused.*

[Tradução livre: “Esta definição atinge-me como extremamente ampla, ao menos para a finalidade de discutir o papel dos profissionais. Ela poderia considerar potencialmente responsáveis pessoas que venderam lápis para a gangue do Al Capone, sob a teoria de que ninguém poderia manter um negócio de destilaria e taverna sem usar lápis para manter anotações. É ignorado por esta definição se o *gatekeeper* possui a habilidade para monitorar se seu produto ou serviço foi mal utilizado.”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 308-309, nota de rodapé 14.

²⁰⁶ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 309.

²⁰⁷ OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 10.

²⁰⁸ OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 15.

²⁰⁹ OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 17.

²¹⁰ O autor recorre ao sentido complexo de “*support*”, tanto no sentido de bem, serviço ou certificação especializado de que o infrator necessita (conforme lição de Kraakman) quanto a concordância com a realização de uma operação ou a atribuição de uma nota de classificação de risco (conforme lição de Coffee). OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 17.

²¹¹ OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 24.

²¹² OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 15.

²¹³ OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 25.

Em uma tentativa conciliatória, Cunningham propõe que tanto a questão do serviço de monitoramento garantido pela reputação (presentes em Coffee), quanto o veto de acesso ao portão como efeito do *gatekeeper* abster-se de tal prestação (presentes em Kraakman e Hamdani), integrariam o conceito²¹⁴.

Entendemos que a variedade de posicionamentos não possui maiores implicações, na medida em que a característica em análise se faz presente na doutrina seja como elemento integrante da definição, seja como atividade que os sujeitos objeto da definição realizam. Ainda, pode-se verificar uma aproximação entre os entendimentos na medida em que a capacidade de obstaculizar o ilícito se faz presente também no monitoramento realizado pelo intermediário reputacional, ainda que fora de uma estratégia regulatória, visto o seu caráter inibitório.

2.3.4 Duplicação

Os profissionais e instituições aos quais se atribui a figura de *gatekeeper* são prestadores de serviços que avaliam, examinam, certificam e enfim, manifestam-se sobre a qualidade das informações disponibilizadas sobre um emissor ou valor mobiliário. Assim, o *gatekeeper* lida com informações de lavra alheia, com a finalidade, de regra, de assegurar a regularidade e adequação destas.

Conforme a lição de Coffee, trata-se de uma duplicação, na medida em que o *gatekeeper* provê uma avaliação superveniente à avaliação que o emissor já havia providenciado sobre si mesmo ou sobre uma determinada operação. Considera o autor que tal arranjo seja desejável, nos seguintes termos:

This duplication is efficient because the market recognizes that the gatekeeper has less incentive to deceive than does its client and thus

²¹⁴ So gatekeepers are “intermediaries who provide verification and certification services to investors” by pledging their professional reputations—and, by withholding such support, block admission through the gate.

[Tradução livre: “Dessa forma, *gatekeepers* são ‘intermediários que fornecem serviços de verificação e certificação para investidores’, empenhando suas reputações profissionais – e que, negando tal auxílio, bloqueiam o acesso para atravessar o portão.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 7.

*regards the gatekeeper's assurance or evaluation as more credible than the client's statements.*²¹⁵

A duplicação também gera efeitos para o regulador. A obrigação de realizar as atividades acima listadas já existe pela própria natureza dos serviços a serem prestados e para o qual é contratado. Assim, os deveres legais de controle impostos a um *gatekeeper* aproveitam e se beneficiam da relação negocial já existente. Isso porque estes profissionais e instituições participam diretamente das operações que o regulador deseja monitorar e possuem a qualificação técnica que lhes permite identificar inadequações à lei.

O efeito que se espera é que, ao atribuir ao *gatekeeper* um dever legal e eventual responsabilização por ilícitos cometidos na prestação de serviços (em que é participante obrigatório, pela dinâmica do mercado de valores mobiliários), uma estratégia regulatória baseada nos *gatekeepers* engaje, sem esforços adicionais, nem do regulador, nem de entes privados, monitores de elevada experiência. Nas palavras de Kraakman:

*To the extent that their legal duties track the practices that they would follow in any case, gatekeeper liability imposes only minimal performance costs and is assured of conscripting practiced monitors.*²¹⁶
(Grifamos)

Se o emissor já provê a informação necessária ao mercado sobre si mesmo ou sobre uma emissão, não se estaria diante da presunção de má-fé ao se exigir ou ao se contratar, dependendo do caso, que as informações sejam objeto de exame por uma terceira parte?

Uma tal proposição fica diminuída perante os valores que a estruturação básica do mercado de valores mobiliários se propõe a proteger. Nessa medida, os intermediários se fazem presentes, quer por imposição legal, quer por contração por um interessado, como forma de auxiliar com sua especialização e como forma de garantir maior segurança aos negócios cursados. Assim, a proteção ao mercado, aos investidores e à economia como um todo justificam a interposição de uma instituição externa ao negócio.

²¹⁵ [Tradução livre: “Esta duplicação é eficiente porque o mercado reconhece que o *gatekeeper* tem menos incentivo para enganar do que seu cliente e, portanto, consideram a garantia ou avaliação do *gatekeeper* como mais crível do que as declarações do seu cliente.”]
COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 280.

²¹⁶ [Tradução livre: “Na medida em que seus deveres legais acompanham as práticas que eles deveriam seguir em qualquer caso, a responsabilização do *gatekeeper* impõe apenas custos mínimos para seu desempenho e tem a certeza de alistar monitores experientes.”]
KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 94

2.3.5 *Repeat Players*

Superada a questão da necessidade da interposição de terceiros ao negócio de valores mobiliários, analisaremos outro traço dos *gatekeepers* também ligada à interposição.

Pela perspectiva dos emissores de valores mobiliários, o recurso destes ao mercado ocorre quando presentes uma série de fatores, dentre elas, a necessidade de financiamento e a existência de condições econômicas favoráveis a esta modalidade de obtenção de financiamento. Assim, a participação destas partes no mercado ocorre apenas ocasionalmente. Consequentemente, o conhecimento de terceiros sobre a situação do emissor ou de um valor mobiliário tende a ser reduzido ou considerado insuficiente. Os prejuízos poderão ser sentidos pelo emissor, neste caso, tanto em ofertas primárias (que poderão não ter aceitação) quanto na negociação de seus ativos no mercado secundário (na medida em que o valor destes serve de parâmetro para novas emissões).

Pela perspectiva dos investidores, há diversos riscos envolvidos na avaliação de emissores e dos valores mobiliários (seja em ofertas iniciais, seja em negociações entre investidores). Dentre eles, o investidor pode investir em um ativo que se mostre destituído das qualidades apontadas nas informações fornecidas por seu emissor. A própria situação do emissor pode ser distinta daquela divulgada. Ainda, considerando um emissor que participe pouco do mercado de valores mobiliários, pode não haver base de comparação suficiente que imprima confiança ao investidor.

Note-se, pelas situações exemplificadas, o problema decorrente de dificuldades informacionais bem como a incerteza quanto à reputação de quem oferta ou do próprio objeto de uma oferta.

A carência apontada é suprida pela interposição do *gatekeeper*, que assume a característica de um *repeat player*, um participante que atua sistematicamente no mercado de valores mobiliários, contando com diversos clientes, tendo participado de diversos negócios. Consequentemente, não teria incentivos para arriscar seu empreendimento e sua reputação em operações isoladas²¹⁷.

²¹⁷ *The gatekeeper is a “repeat player,” whose reputational capital is effectively pledged to secure its faithful performance. The gatekeeper must not engage in “one shot” transactions for clients, which would enable it to evaluate the expected gains and losses from acquiescence on an individual transaction basis. Nor should the optimal gatekeeper ever reach a “final period” at which it can defect and abandon its investors clients in return for a single, final payment from management.¹⁴ In theory, any scandal or irregularity clouds its reputation and should significantly impact its future earnings. By the same token, however, recurrent scandals in a very concentrated profession are a signal of dysfunction.*

Note-se que a frequência na contratação de um *gatekeeper* adiciona valor a seu serviço. Na lição de Cunningham:

*The more frequently firms are employed to serve as gatekeepers, and the larger the number of repeat occasions in which they expect to play these roles, the greater the value. Enterprises pay fees for this credence. Investors and other market participants appreciate these as valuable signals. When operating effectively, they contribute to a market in which securities prices tend to converge accurately toward the fundamental value of the related enterprise.*²¹⁸ (Grifamos)

O investidor, pela característica de *repeat player*, aceita a credibilidade da operação e das informações prestadas com base na manifestação do *gatekeeper*. Isso viabiliza, exemplificativamente, que ofertas públicas iniciais de emissores estreantes no mercado de valores mobiliários tenham aceitação perante os investidores, na medida em que são submetidas ao escrutínio de um *gatekeeper*²¹⁹.

2.4 OS PROFISSIONAIS E INSTITUIÇÕES ENQUADRADOS NO CONCEITO

Uma vez examinados seu conceito e suas características, faz-se necessário o exame das categorias de profissionais e de instituições que a doutrina identifica como *gatekeepers* do mercado de valores mobiliários. Os mais frequentemente examinados, com esteio na literatura jurídica estrangeira, são os bancos de investimento (na função de

[Tradução livre: “O *gatekeeper* é um ‘repeat player’, cujo capital reputacional é eficientemente empenhado para assegurar seu desempenho fiel. O *gatekeeper* não envolve-se em operações de ‘só esta vez’ para seus clientes, o que poderia lhe dar a possibilidade de avaliar as expectativas de ganhos e perdas em aquiescer em certas operações, conforme o caso. Nem deve o *gatekeeper* ótimo alcançar um ‘período final’, no qual pode desertar ou abandonar seus clientes investidores em troca de um único e final pagamento pela administração. Na teoria, qualquer escândalo ou irregularidade serve para nublar sua reputação e deveria impactar significativamente sua renda futura. Na mesma moeda, contudo, escândalos recorrentes em uma profissão muito concentrada são sinal de disfunção.”]

COFFEE, JR., John C., The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting. *Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 191*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270944>. Acesso em: 12.12.2013. p. 9.

²¹⁸ [Tradução livre: “Quanto mais as firmas forem empregadas para servirem como *gatekeepers*, e quanto maior o número de repetições dessas ocasiões em que se espera que eles cumpram com tais papéis, maior o valor. Empresas pagas remunerações por essa credencial. Investidores e outros participantes do mercado apreciam estes sinais como sendo valiosos. Quando operando de forma eficaz, eles contribuem para um mercado em que o preço dos valores mobiliários tende a convergir de forma precisa em direção ao valor fundamental da empresa relacionada.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 11.

underwriters), os auditores independentes, os analistas de valores mobiliários, as agências de classificação de risco e os advogados externos aos emissores²²⁰.

É assente o reconhecimento da doutrina que a atuação das diferentes profissões e instituições categorizadas como *gatekeepers* diferem entre si. Importante, sobre isso, lembrar o que assevera Laby: “*All gatekeepers are not alike. They vary widely in the functions they serve, skills necessary for the job, relationships with their principal, and duties they owe.*”²²¹ Consequentemente, também a imposição de deveres e a forma de responsabilização de cada espécie de tais figuras dependerá da função e dos deveres que lhes incumbem²²².

Passemos à análise das principais profissões e instituições mais frequentemente investigadas pela doutrina estrangeira.

2.4.1 Bancos de Investimento

Em termos bastante resumidos, o serviço prestado pelos bancos de investimento na distribuição de valores mobiliários consiste em coordenar a preparação da oferta de valores mobiliários e a colocação destes perante os investidores. Trata-se da atividade de *underwriting*. A importância desta atividade alcança o emissor e potenciais investidores, ajudando o emissor quanto às condições de mercado existentes,

²¹⁹ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 94.

²²⁰ Nesse sentido vide: COFFEE JR., John C.. The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*, v. 103, p. 1296; LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 124.

Cunningham adiciona às instituições listadas os fundos de investimento e as bolsas de valores. CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 5.

²²¹ [Tradução livre: “Os *gatekeepers* não são todos semelhantes. Eles variam amplamente nas funções que exercem, técnicas necessárias para o trabalho, relações com o seu principal e deveres a que estão adstritos.”]

LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 120.

²²² *The scope of their liability as gatekeepers depends on the reach of their duties to monitor for and respond to corporate wrongdoing.*

[Tradução livre: “O escopo da responsabilidade do gatekeeper depend do alcance de seus deveres de monitorar e de responder a ilícitos da companhia.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 889.

quanto ao interesse do mercado em adquirir a emissão e quanto à estabilização valor dos valores mobiliários após a colocação²²³.

A atuação concreta do *underwriters* consiste, em um primeiro momento, na realização de *due diligence* das informações sobre o emissor e sobre a operação²²⁴ e na preparação da documentação de registro da oferta pública. Este documento, para Kraakman, serve como o típico ‘portão’, na medida em que é a oportunidade em que os *gatekeepers* envolvidos em sua preparação – e dentre eles os bancos de investimento, que o utilizarão também como instrumento de venda – poderão vetar o andamento do negócio em estruturação²²⁵.

Nesta etapa do negócio, ao elaborar a documentação da oferta, os bancos de investimento atuam como *gatekeepers* na medida em que avaliam a conformidade da constituição e da emissão do valor mobiliário à lei.

A seu turno, no momento de colocação da oferta perante o mercado, uma outra dimensão importante dos bancos de investimento se faz relevante. Trata-se da função de disseminação de informação ao mercado. Kraakman e Gilson, ao avaliarem a atuação dos bancos de investimento na distribuição da informação, constataam a importância destes como intermediários reputacionais:

*It is in this setting that the critical role of the investment banker as a reputational intermediary becomes clear. In essence, the investment banker rents the issuer its reputation. The investment banker represents to the market (to whom it, and not the issuer, sells the security) that it has evaluated the issuer's product and good faith and that it is prepared to stake its reputation on the value of the innovation. Moreover, because the investment banker, unlike the issuer, is certain to be a "repeat player" in the capital markets, there are no final period problems to dampen the signal of the value.*²²⁶

²²³ PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001. p.503.

²²⁴ Note-se, sobre a investigação das informações pelo underwriter, a lição de Laby para o Direito Estadunidense: *The underwriter must perform this responsibility on its own. It cannot rely on information provided by the issuer.*

LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 132.

²²⁵ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 82.

²²⁶ [Tradução livre: “É neste cenário que o papel crítico do banqueiro de investimento como intermediário se torna claro. Na essência, o banqueiro de investimento aluga sua reputação para o emissor. O banqueiro de investimento declara ao mercado (para quem ele, e não o emissor, vende o valor mobiliário) que avaliou o produto do emissor e sua boa-fé e que está preparado para empenhar sua reputação sobre o valor da inovação. Ainda, porque o banqueiro de investimento, ao contrário do emissor, é certamente um ‘repeat player’ nos mercados de capitais, não há problemas com o período final para diminuir o sinal do valor.”]

Ao assumir uma posição perante os investidores sobre as informações disponibilizadas para uma determinada emissão, e garantindo a adequação destas com base em sua reputação, o banco de investimento também surge como relevante *gatekeeper*, mediante a imposição de responsabilidade pelas informações que certifica.

Isso porque, dentre outras razões, ocorre a dupla revisão na prestação de informações, examinada no item anterior, em que o banco de investimento assegura que as informações prestadas pelo emissor são fidedignas, serviço para o qual é remunerado. Dessa forma, espera-se que a estipulação de penalidades ao banco de investimento *gatekeeper* convença-o a não compactuar com o ilícito, posto que uma eventual lesão à sua reputação pode resultar em sua exclusão do mercado. Ainda, propõe-se que a imposição de sanções menores ao banco de investimento, se comparadas a sanções impostas ao beneficiário direto da infração, teriam condão de prevenir ilícitos, na medida em que os benefícios auferidos pelo *gatekeeper* prestador de serviços na realização do ilícito são menores do que os benefícios auferidos pelo responsável direto da infração.

Em contrapartida, ao se trabalhar a questão do emprego do banco de investimento como *gatekeeper* para fins de imposição de sanções, deve-se ter em mente a perspectiva de sua dependência em relação ao emissor. Há, como aponta Laby, um conflito entre o dever legal de conduzir as investigações razoáveis que se fizerem necessárias, e a relação contratual com o emissor de distribuir os valores mobiliários analisados²²⁷.

2.4.2 Auditores Independentes

Tanto o contador como o auditor são profissionais de uma mesma ciência a contabilidade. A nuance entre as acepções é colocada nos seguintes termos:

In the broadest sense, the discipline of accounting includes auditing. However, accounting can be described as measuring and reporting

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H.. The Mechanisms of Market Efficiency. 70 *Virginia Law Review* No. 70, May 1984, p. 620.

²²⁷ LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 132.

*the effects of economic activities of individual entities. Auditing, on the other hand, involves an independent examination to determine the propriety of accounting processes, measurement, and communication. Stated simply, the account prepares financial information; the auditor checks it.*²²⁸

Os contadores, na função de auditores, participam como prestadores de serviços no mercado de valores mobiliários organizados institucionalmente sob a forma de firmas de auditoria independente. Sob a condição de integrante desta firma, na prestação destes serviços, refere-se habitualmente ao contador como auditor independente.

A qualificação como independente, destaca Laby, diz respeito à isenção do profissional em relação ao emissor que audita, seu cliente²²⁹. Tal independência tem, inclusive, repercussões maiores para a relação entre auditoria independente e a parte que o contrata. Isso porque, em matéria de precedentes judiciais, atribuir-se-ia à auditoria independente o dever de zelar pela confiança que o público lhe confere²³⁰.

A prestação do serviço pelo auditor independente no mercado de valores mobiliários consiste em certificar que as demonstrações financeiras de um emissor observam os requisitos da lei²³¹ e os padrões da profissão²³². Conforme leciona Coffee,

²²⁸ [Tradução livre: “No sentido mais amplo, a disciplina de contabilidade inclui a auditoria. Contudo, contabilidade pode ser descrita como a atividade que mede e relata os efeitos das atividades econômicas sobre entidades individuais. Auditoria, por outro lado, envolve o exame independente para determinar a propriedade dos processos de contabilidade, medição e comunicação. Colocado de forma simples, a contabilidade prepara a informação financeira, o auditor verifica.”]

Texto da *Commission on Auditor's Responsibilities: Report, Conclusion and Recommendations*, 1978, p. xiii, citado por Peter Oh em Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 8, nota de rodapé 26.

²²⁹ Nesse sentido, acrescenta-se que o autor classifica tais *gatekeepers* como independentes, em estudo em que promove a análise dos *gatekeepers* como dependentes vs. independentes:

The auditor of a public company should be the archetypal independent gatekeeper. Federal law requires that financial information filed by public companies be audited by an independent public accountant. In the world of auditing, independence has a special meaning beyond exercising independent judgment required of most professionals. Independence calls for independence of the audit client.

[Tradução livre: “O auditor de uma companhia aberta deveria ser o arquétipo de *gatekeeper* independente. A lei federal requer que as informações financeiras apresentadas pelas companhias abertas sejam auditadas por um contador público independente. No mundo da auditoria, independência tem um sentido especial além de exercitar o julgamento independente requerido da maioria dos profissionais. Independência requer a independência do cliente do auditor.”]

LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 124.

²³⁰ LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 124-125.

²³¹ LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 124.

²³² *Auditors attest to financial statement assertions under duties established by statute and articulated in professional codes of performance. Lawyers advise on transaction design and disclosure. Lawyers often determine whether senior executives can sign disclosure documents and also provide written legal opinions or memoranda concerning the legality of transactions and their compliance with law. Duties of*

com tal atuação, a própria prestação do serviço pela instituição de auditoria independente se confundiria com sua função como *gatekeeper*²³³.

Como *gatekeeper*²³⁴, a atuação da instituição de auditoria independente vale-se, em grande medida, de sua credibilidade e de sua independência. A SEC assim manifestou sobre a importância e inter-relação entre estes dois fatores:

*Independent auditors have an important public trust. Investors must be able to rely on issuers' financial statements. It is the auditor's opinion that furnishes investors with critical assurance that the financial statements have been subjected to a rigorous examination by an objective, impartial, and skilled professional, and that investors, therefore, can rely on them. If investors do not believe that an auditor is independent of a company, they will derive little confidence from the auditor's opinion and will be far less likely to invest in that public company's securities.*²³⁵ (Grifamos)

both auditors and lawyers arise initially from contract but include a regulatory overlay of professional standards.

[Tradução livre: “Auditores atestam as afirmações contidas nas demonstrações financeiras sob deveres estabelecidos em lei e articulados em códigos de conduta profissional. Advogados auxiliam na elaboração da operação e na divulgação de informações. Advogados frequentemente determinam se executivos sênior pode assinar documentos de divulgação de informações a também providenciam opiniões legais escritas ou memoranda sobre a legalidade das operações e a observância destas à lei. Deveres tanto dos auditores quando dos advogados surgem inicialmente do contrato, mas incluem uma interface regulatório de padrões profissionais.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 5.

²³³ *Some professions (most notably, the auditor) provide services that consist primarily of gatekeeping, whereas other professions engage in such services only as an ancillary activity (for example, as discussed later, the attorney is primarily an advocate or a transaction engineer and only sometimes a gatekeeper).*

[Tradução livre: “Algumas profissões (mais notadamente, o auditor) fornecem serviços que consistem primariamente em *gatekeeping*, enquanto outras profissões se envolvem em tais serviços somente com uma atividade auxiliar (por exemplo, como discutido mais tarde, o advogado é, primariamente, um defensor ou engenheiro da operação e, somente às vezes, *gatekeeper*.”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 309.

²³⁴ A SEC já se manifestou no sentido de assim qualificar os auditores independentes:

The federal securities laws require, or permit us to require, that financial information filed with us be certified or audited by “independent” public accountants. To a significant extent, this makes independent auditors the “gatekeepers” to the public securities market.

[Tradução livre: “As leis federais sobre valores mobiliários exigem, ou nos permitem exigir, que informações financeiras apresentadas a nós sejam certificadas ou auditadas por contadores públicos ‘independentes’. De forma significativa, isto torna auditores independentes ‘*gatekeepers*’ do mercado público de valores mobiliários.”]

EUA. Securities and Exchange Commission. Revision of the Commission’s Auditor Independence Requirements. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-7919.htm>>. Acesso em: 07.10.2013.

²³⁵ [Tradução livre: “Auditores independentes tem um papel importante na confiança do público. Investidores precisam ser capazes de confiar nas demonstrações financeiras do emissor. É a opinião do auditor que fornece ao investidor segurança fundamental de que as demonstrações financeiras foram submetidas a exame rigoroso por um profissional objetivo, imparcial e técnico e que os investidores, portanto, podem confiar neles. Se os investidores não confiarem que um auditor é independente de uma companhia, eles extrairão pouca confiança da opinião do auditor e será menos provável que eles invistam nos valores mobiliários de uma companhia.”]

EUA. Securities and Exchange Commission. Revision of the Commission’s Auditor Independence Requirements. Disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/final/33-7919.htm>>. Acesso em: 07.10.2013.

Mencionados requisitos de credibilidade e independência são elementos essenciais que integram a formação da reputação necessária à auditoria. Com ela, a auditoria independente garante ao mercado e aos investidores a qualidade das demonstrações financeiras que certifica.

De outra banda, a importância desta instituição como *gatekeeper* reside também em sua inserção estratégica como instituição capaz de vetar tanto a entrada ou permanência de um emissor quanto de uma emissão específica no mercado de valores mobiliários. Em tal contexto regulatório, insere-se a auditoria independente como verificadora obrigatória das demonstrações financeiras de um emissor que queira registrar-se e manter-se como tal perante a autoridade reguladora e, ainda, requer-se que as demonstrações financeiras de tempos em tempos, sejam objeto de auditoria. Da mesma forma, posiciona-se a auditoria em relação a uma emissão: para que a operação seja ofertada ao mercado, deverá previamente passar pela revisão da auditoria.

2.4.3 Agências de *Rating*

As agências de *rating* são instituições que prestam serviços de classificação do risco que um certo devedor ou título apresentam em relação ao adimplemento da obrigação que, respectivamente, devem ou representam. No caso específico dos mercados de valores mobiliários, as agências de *rating* indicam sua opinião em relação à capacidade do emissor e/ou do valor mobiliário em honrarem com suas obrigações²³⁶.

²³⁶ *A credit rating represents a rating agency's opinion regarding the creditworthiness of a borrower, either with respect to a particular debt obligation (an issue rating) or in general (an issuer rating). Ratings products further distinguish between local currency and foreign currency debts, as well as between long-term and short-term obligations. The ratings— which take the form of letter grades, not unlike a student's school marks—are intended to convey the relative likelihood that borrowers will perform on their promises to make principal and interest payments as they come due. Thus a long-term issuer rating of "AAA" from Standard & Poor's (S&P), for example, reflects "extremely strong" capacity to repay. S&P's long-term issuer ratings range from "AAA" down to "D" for default, with ratings of "BBB-" and above referred to generally as "investment grade," and ratings of "BB" and below referred to generally as "speculative grade" or "junk." Other agencies' ratings scales are broadly similar.*

[Tradução livre: "Uma nota de *rating* representa a opinião da agência de *rating* em relação à capacidade do devedor de honrar seu crédito, seja em relação a uma determinada obrigação de dívida (a nota de uma emissão) ou em geral (a nota do emissor). O produto das agências de *rating* também distingue entre dívidas em moeda local ou estrangeira, assim como entre obrigações de longo e curto prazo. Estas notas – que tomam a forma de letras, não muito diferente das notas de um estudante na escola – pretendem sumarizar a possibilidade relativa de os devedores cumprirem suas promessas de fazer o pagamento do principal e dos juros em suas datas de pagamento. Assim, uma nota de emissor de longo prazo 'AAA' da Standard & Poor's (S&P), por exemplo, reflete capacidade 'extremamente forte' de repagar. As notas da S&P para emissores de longo prazo

Diferentemente do caso dos bancos de investimento, as agências de *rating* não conduzem investigação independente, mas emitem manifestação quanto às informações que lhe forem apresentadas. De outra banda, assim como no caso dos bancos de investimento, a principal remuneração destas instituições vem predominantemente dos emissores que avalia, gerando discussões sobre o potencial conflito de interesse inerente a tal relação²³⁷.

Seus relatórios são caracteristicamente acompanhados de símbolos, as “notas” que tem o intuito de sumarizar²³⁸ a qualidade das informações disponibilizadas sobre o emissor ou sobre a emissão em exame. Cada instituição cria o próprio esquema de legenda, sendo habitualmente utilizadas letras²³⁹.

Em síntese, as agências de *rating* exercem atividade de verificação, cujos resultados asseguram ser corretos com base em sua reputação, recebendo como remuneração apenas uma parcela do valor a ser obtido com a operação de mercado de valores mobiliários²⁴⁰. Cada um destes atributos, como veremos, qualificam tais instituições como *gatekeepers*.

variam de ‘AAA’ até ‘D’, para inadimplência, com notas de ‘BBB-’ e acima sendo geralmente referidas como ‘grau de investimento’, e notas de ‘BB’ para baixo sendo referidas geralmente como ‘grau de especulação’ ou ‘junk’. A escala das notas de *rating* de outras agências são bastante similares.”]

BRUNER, Christopher M.. States, Markets, and Gatekeepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization. *Michigan Journal of International Law*, v. 30, n. 1, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1152307>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 133.

²³⁷ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 286.

²³⁸ *This condensation of highly nuanced information into a single symbol makes ratings easily comprehensible to even the dullest user and enables markets to respond quickly and, more or less uniformly to changes in ratings (e.g. upgrades or downgrades).*

[Tradução livre: “Esta condensação de informações altamente cheia de nuances em um símbolo faz a nota de *rating* facilmente compreensível para até mesmo o mais simples usuário e permite aos mercados responder rapidamente e, mais ou menos uniformemente, às mudanças nas notas (por exemplo, aumentos ou rebaixamento.”]

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 284.

²³⁹ *Although terminology varies somewhat with each agency, the ratings agencies in common rate long-term debt from AAA (the highest category) down to D, with ratings below BBB- being deemed ‘non-investment grade’ – a characterization that carries serious legal consequences because it will likely restrict the ability of many institutional investors to buy or hold such a debt security.*

[Tradução livre: “Embora a terminologia varie um tanto com cada agência, as agências de *rating*, de forma comum, atribuem nota de longo prazo para débitos de AAA (a categoria mais alta) até D, com notas de *rating* abaixo de BBB- sendo consideradas como ‘não grau de investimento’, uma caracterização que carrega sérias consequências legais porque provavelmente restringira a habilidade de muitos investidores institucionais de comprarem ou manterem tal valor mobiliário baseado em dívida.”]

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 284.

²⁴⁰ PARTNOY, Frank. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, May 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=900257>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 59-60.

Na seara da verificação, as agências de *rating* barram a distribuição de operações lesivas ao mercado de forma peculiar, se comparadas com a atuação de outros participantes do mercado que atuam como *gatekeepers*. Isso porque as agências de *rating* não retiram sua participação em uma operação ou vetam a realização desta. Ao invés disso, ao conceder uma nota desfavorável, que o emissor e demais participantes envolvidos entendam que não terá aceitação perante o mercado, a agência de *rating* pode evitar que tal distribuição ocorra.

No campo da informação, há dois aspectos a serem examinados. Primeiramente, a função da agência de *rating* consiste em atribuir credibilidade a um emissor ou emissão. Tendo em vista que as informações divulgadas pelo próprio emissor sobre um determinado valor mobiliário teriam pouca credibilidade perante o público investidor, a agência de *rating* empenha seu capital reputacional como garantia da nota atribuída. Em segundo lugar, a atribuição de nota funciona para o investidor como um resumo das informações extensas e complexas oferecidas por ocasião de uma oferta de valores mobiliários.

Por fim, tendo em vista sua participação auxiliar nas operações de mercado de valores mobiliários, a eventual participação em um ilícito geraria a estas instituições tão somente um ganho marginal. Enquanto para o beneficiário direto da infração receberia a maior parte dos resultados auferidos com o ilícito, para a agência de *rating*, em tese, o recebimento de parcela dos ganhos do ilícito não serviria como incentivo suficiente para justificar os danos permanentes à sua reputação.

2.4.4 Analistas de Valores Mobiliários

De início, é importante identificar que os analistas de valores mobiliários que atuam como *gatekeepers* no sentido e delimitações propostos por este trabalho são aqueles atuantes no *sell-side* do mercado. Trata-se da categoria de prestadores de serviços²⁴¹ que analisam certos valores mobiliários, usualmente de um determinado

²⁴¹ Indivíduos que prestam serviços a instituições participantes do mercado de valores mobiliários. São a elas vinculados, portanto. Em estudo mencionado por Coffee referente ao mercado dos Estados Unidos, (...) *60 percent of all analysts are on the buy-side, 30 percent work for integrated firms on the sell-side, and 10 percent work for independent firms.*
[Tradução livre: “(...) 60 por cento de todos os analistas estão no *buy-side*, 30 por cento trabalham para firmas integradas no *sell-side*, e 10 por cento trabalham para firmas independentes.”]

setor econômico, com o escopo de emitir um relatório contendo suas conclusões referentes à *performance* futura esperada para o ativo²⁴².

Como *gatekeeper*, para emitir seu relatório, o analista de valores mobiliários revisa as informações disponíveis sobre o emissor, recomendando ao investidor o investimento ou desinvestimento em certo valor mobiliário. Nesse sentido, como leciona Coffee, o analista atua como *gatekeeper* na medida em que confere credibilidade às informações ou estimativas divulgadas pelo emissor, e não por impedir ou obstruir a realização de uma operação²⁴³.

2.4.5 Advogados

O advogado externo ao emissor é profissão fundamental envolvida nas emissões de valores mobiliários. Nestas operações, os advogados participam como consultores, na estruturação do negócio e no exame das informações prestadas pelo emissor²⁴⁴.

Aponta a doutrina que a função de *gatekeeper* é exercida pelo advogado neste último papel²⁴⁵. Nele, o advogado concretiza seus serviços emitindo seu parecer ao *underwriter* quanto ao exame das informações relevantes sobre o emissor. No caso das ofertas públicas iniciais, há, ainda, a realização de *due diligence*.

Os advogados, nessa seara, colocam-se como *gatekeepers* na medida em que têm poucos incentivos para sacrificar sua reputação em favor de ilícitos a serem cometidos por um cliente em determinada operação, e que também podem impedir ou atrasar a realização do negócio ou a obtenção das aprovações necessárias caso

COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 248.

Embora o autor recorrentemente se refira aos analistas como ‘profissionais’ e à sua atividade como ‘profissão’, entendemos tratar-se, em maior medida, de uma categoria de prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários. Isso porque não há uma formação específica e obrigatória que forme o analista, a exemplo do que ocorre com os advogados e com os auditores, outros *gatekeepers* do mercado de valores mobiliários que estudamos no presente trabalho, e aos quais nos referimos como uma profissão.

²⁴² COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 248-249.

²⁴³ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 2-3.

²⁴⁴ COFFEE JR., John C.. The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. v. 103. p. 1302.

²⁴⁵ COFFEE JR., John C.. The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. v. 103. p. 1297.

identifiquem delitos, conforme leciona Coffee²⁴⁶. Em contraste com os auditores independentes e com os analistas, porém, a atividade dos advogados como *gatekeeper* não presta a certificação que asseguraria a correção das informações prestadas por seus clientes²⁴⁷.

Há diversas críticas na doutrina, contudo, sobre a qualificação desta profissão na condição *gatekeeper*.

Uma primeira crítica que se faz é em relação ao alcance dos poderes do advogado externo como *gatekeeper*. Assim observou Kraakman, em lição clássica, sobre a limitação em impedir a realização de delitos:

*Lawyers may be able monitors of most offenses that are likely to surface in the course of legal research and advising, but they are poorly equipped to veto any but a narrow range of ilegal transactions that depend on their direct facilitation - for example, the closing of an illegal merge or fraudulent agreement that specifically requires an attorney's legal opinion.*²⁴⁸

Em uma outra linha, debate-se em que medida seriam os advogados diferentes dos demais *gatekeepers*, considerando que o próprio exercício da profissão pelos advogados de mercado de valores mobiliários poderia ser afetado ao se impor a estes obrigações como *gatekeepers*. Dentre as questões discutidas neste campo estão as

²⁴⁶ COFFEE JR., John C.. The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. v. 103. p. 1297-1298.

²⁴⁷ COFFEE JR., John C.. The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. v. 103. p. 1312. O autor aprofunda a questão, identificando que espécies informação entende que se deveria exigir que o advogado certificasse:

(...) *Based on the opinions normally delivered by attorneys in registered offerings in the securities market, it would seem justifiable to ask the attorney principally responsible for preparing a disclosure document or report filed with the SEC to certify: (1) that such attorney believes the statements made in the document or report to be true and correct in all material respects; and (2) that such attorney is not aware of any additional material information whose disclosure is necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading.*

[Tradução livre: (...) Baseado nas opiniões normalmente proferidas por advogados em ofertas registradas nos mercados secundários, teria sido justificável perguntar para o advogado principal responsável pela preparação do documento de prestação de informações ou por relatório entregue à SEC para certificar: (1) que tal advogado acredita que as declarações feitas no documento ou relatório são verdadeiras e corretas em todos os seus aspectos substanciais; e (2) que tal advogado não está ciente de qualquer informação substancial adicional cuja apresentação seja necessária de forma a fazer com que as declarações que foram feitas, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganosas.”]

²⁴⁸ [Tradução livre: “Advogados podem ser monitores capazes em relação à maioria das ofensas que podem surgir no curso de consultoria e pesquisa legal, mas são pobremente equipados para vetar muitas, exceto algumas poucas, em uma estreita escala, das operações ilegais que dependem da facilitação direta da parte deles – por exemplo, o fechamento de uma fusão ilegal ou acordo fraudulento que requer a opinião legal de um advogado.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 894.

repercussões na esfera da lealdade para com o cliente e uma eventual constrição à liberdade de comunicação entre o profissional e seu cliente²⁴⁹.

2.5 EMPREGO DOS *GATEKEEPERS* COMO ESTRATÉGIA DE REGULAÇÃO

Os estudos sobre o tema buscam identificar de que forma a utilização dos *gatekeepers* como parte de uma estratégia de regulação²⁵⁰ pode contribuir para a proteção do mercado de valores mobiliários²⁵¹. Nessa seara, a doutrina investiga como a imposição de deveres e sanções à figura dos *gatekeepers* na norma jurídica serve como ferramenta para um regime legal adequado ao mercado de valores mobiliários, no intuito tanto de prevenir quanto de punir ilícitos de forma eficiente²⁵². A fundamentação reside no entendimento de que

*[i]n theory, regulation may provide a more effective means of addressing the various forms of securities intermediary failure than the market. The government enjoys a monopoly on certain forms of sanctions, including criminal penalties. Furthermore, the government, as a centralized actor, may have economies of scale in monitoring the securities market as well as disseminating information to investors.*²⁵³

²⁴⁹ COFFEE JR., John C.. The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. v. 103. p. 1302.

²⁵⁰ Sobre as estratégia de regulação, a doutrina leciona que: *Regulatory strategies are prescriptive: they dictate substantive terms that govern the content of the principal-agent relationship, tending to constrain the agent's behavior directly*. ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H.. Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement. *Law Working Paper No. 135/2009*, European Corporate Governance Institute, Nov. 2009. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em 10.10.2010. p. 5

²⁵¹ A doutrina existente é farta, investigando como o emprego da figura pode ser melhor realizado e propondo os arranjos que, na visão de cada autor, seriam aptos a alcançar tal finalidade. Ainda, investiga-se o desempenho da utilização dos *gatekeepers* em contraste com outras ferramentas (a exemplo da utilização de *whistleblowers*). Enquanto o exame de cada proposta específica e a comparação entre as estratégias legais propostas extrapolam os limites deste trabalho, os objetivos mais relevantes identificados pela doutrina para a imposição de normas aos *gatekeepers* serão analisados no presente item 1.2.5. Ainda, o capítulo 3 examinará discussões doutrinárias de relevo em relação ao recurso aos *gatekeepers* na regulação.

²⁵² (...) *by mandating gatekeepers, the law can maximize the probability of deterrence by creating a necessary actor, whose compliance with the law it can more effectively influence.*

[Tradução livre: "(...) conferindo poderes aos *gatekeepers*, a lei pode maximizar a probabilidade de dissuasão ao criar um ator necessário, cuja observância à lei ela pode mais facilmente influenciar."]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 309.

²⁵³ [Tradução livre: "[e]m teoria, a regulação pode fornecer meios mais efetivos de tratar várias formas de falha dos intermediários de valores mobiliários no mercado. O governo goza do monopólio sobre certas formas de sanções, inclusive penalidades criminais. Além disso, o governo, como qualquer ator

É correntemente empregada, em tais estudos, a expressão *gatekeeper liability* para sumarizar a ideia de que o tratamento da figura na norma jurídica, determinando deveres e sanções ao *gatekeeper*, permitiria a melhor consecução dos objetivos da lei²⁵⁵.

A hipótese parte da proposta que a ameaça de responsabilização induziria a profissão ou instituição qualificada como *gatekeeper* a exercer sua atividade ordinária de forma a inibir ilícitos. Nesse sentido:

*Known as gatekeeper liability, the liability of professionals for the wrongs of their clients is premised on the ability of professionals to monitor and control their clients' conduct. The imposition of potential liability provides powerful incentives for professionals to exercise their ability to monitor and control and thereby to deter corporate wrongs.*²⁵⁶
(Grifamos)

centralizado, pode ter economias de escala em monitorar o mercado de valores mobiliários, assim como em disseminar informação para investidores.”]

CHOI, Stephen. A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries. *Berkeley Business Law Journal*, v. 1, n. 1, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=528164>>. Acesso em: 18.10.2010. p. 22.

²⁵⁴ O trecho exposto sumariza as investigações que vêm na regulação dos *gatekeepers* um mecanismo de controle e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

O autor, contudo, demonstra ressalvas em relação à interferência estatal na ordem do mercado, entendendo que soluções de mercado, quando existentes, devem ser privilegiadas em relação a imposições regulatórias. A função do regulador deve ser de suporte à instituição de um ordenamento privado. Nesse sentido, uma possível forma de auxílio consistiria no aumento das sanções aplicáveis aos intermediários que falhassem. Ainda, o intermediário poderia escolher o nível de exigência do regulador a que estaria sujeito (“*self-tailored regulation*”).

Sobre esse entendimento, questionamos se não estaria reforçando a própria necessidade da regulação, perdendo, contudo, o benefício do papel de prevenção que se pretende atribuir ao intermediário qualificado pela norma como *gatekeeper*, posto que a aplicação da sanção é controle posterior ao delito. CHOI, Stephen. A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries. *Berkeley Business Law Journal*, v. 1, n. 1, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=528164>>. Acesso em: 18.10.2010. p. 22-29.

²⁵⁵ Para Kraakman, em definição sobre *gatekeeper liability* e sua finalidade: *It imposes liability on an entirely new class of innocent gatekeepers (in addition to controlling managers) to reduce enforcement costs, the frequency of offenses, or both.* (Grifamos)

[Tradução livre: “Ela impõe responsabilidade sobre uma nova classe inteira de *gatekeepers* (além dos administradores controladores) para reduzir custos de aplicação da lei, a frequência das ofensas ou ambos.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 889.

²⁵⁶ [Tradução livre: “Conhecido como responsabilização do *gatekeeper*, a responsabilização dos profissionais pelos ilícitos de seus clientes é baseada na premissa de que os profissionais tem a habilidade para monitorar e controlar a conduta de seus clientes. A imposição de potencial responsabilidade fornece incentivos poderosos para os profissionais exercerem sua habilidade de monitorar e controlar e, portanto, impedir ilícitos da companhia.”]

TUCH, Andrew F.. Multiple Gatekeepers (March 23, 2010). *Virginia Law Review*, v. 96, Issue 7, p. 1583-1672, 2010; *Sydney Law School Research Paper*, n. 10/33. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1577405>>. Acesso em: 27.05.2012. p. 3.

Em um regime de *gatekeeper liability*, impõe-se a responsabilização de terceiros por ilícitos cometidos por seus clientes²⁵⁷ ou por outras partes que se beneficiam diretamente da participação no ilícito²⁵⁸, em acréscimo à responsabilidade já imposta a estes últimos. Dessa forma, é possível tratar dos problemas que o infrator primário deixa de detectar ou que consegue internalizar como custo²⁵⁹.

Lembra Kraakman, contudo, que “*Direct deterrence is the normal strategy for enforcing legal norms*”²⁶⁰. A imposição de deveres e responsabilidades a terceiros, então, só se justifica quando a responsabilização do próprio delinquente é insuficiente para coibir a infração²⁶¹. Ainda, é necessário avaliar se outras estratégias que se utilizam de terceiros²⁶² não seriam mais eficientes, em alguns casos até observando e fazendo cumprir a lei sem necessidade de imposição normativa²⁶³, mediante utilização de recompensas ou incentivos de mercado²⁶⁴.

É precisamente em situação de ineficiência de tais alternativas que se investigam quais os fatores que justificam a responsabilização de terceiros, os *gatekeepers*, instituições prestadoras de serviços ao mercado, mas independentes em relação ao emissor, como estratégia regulatória. Destacamos, abaixo, algumas das principais motivações apontadas:

²⁵⁷ Como no caso da responsabilização do *underwriter* por infração de seu cliente, emissor de um valor mobiliário.

²⁵⁸ Como no caso da responsabilização do analista de valores mobiliários, cujo relatório pode beneficiar diretamente seu empregador (o banco de investimento ou o *broker-dealer*) e o emissor de um valor mobiliário.

²⁵⁹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 15.

²⁶⁰ [Tradução livre: “O impedimento direto é a estratégia normal de aplicação das normas legais.”] KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 56.

²⁶¹ *Alternative measures* [ou seja, medidas que não a responsabilização direta do agente que cometeu o delito] *are justified only if they, in turn, can lower the total costs of direct enforcement and residual misconduct*.

[Tradução livre: “Medidas alternativas são justificadas somente quando elas, a seu turno, podem diminuir os custos totais da aplicação direta da lei e infrações residuais.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 57.

²⁶² A exemplo de *whistleblowers*, *strategy that compels third parties to disclose misconduct directly to potential victims or enforcement officials*.

[Tradução livre: “*whistleblowers*, estratégia que força terceiros a relatar delitos diretamente a vítimas potenciais ou a autoridades de aplicação da lei.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 56

²⁶³ Como nos casos em que os incentivos relacionados à reputação do terceiro ou soluções contratuais bastam para fazê-lo observar a lei. KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 56.

²⁶⁴ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 60.

(i) Maior Facilidade de Coerção

Em relação ao beneficiário direto de uma infração, aponta-se que o *gatekeeper* seria mais facilmente dissuadido a não compactuar com ou a perpetrar ilícitos. Isso porque a figura tem diversos incentivos para não atuar de forma lesiva ao mercado. Em face da alta sensibilidade dos profissionais e instituições assim qualificados ao risco de ferir suas características, a prescrição de deveres e responsabilidades em normas direcionadas ao *gatekeeper* incentivaria a observância à lei²⁶⁵.

A ameaça da sanção repercute em diversas dimensões intrínsecas à figura.

No aspecto da reputação, o *gatekeeper* sujeita-se a abalos na própria continuidade de seu trabalho, se sancionado, possuindo incentivos maiores para abster-se de práticas ilegais²⁶⁶. Igualmente, os ganhos limitados relacionados ao engajamento em ilícitos colaborariam para induzir o *gatekeeper* a observar e zelar pela observância da lei²⁶⁷.

Nas palavras de Coffee:

*(...) These two elements—that the gatekeeper is a reputational intermediary and that it receives only a limited payoff from any involvement in misconduct—suggest a strategy for law compliance: the more the law makes the involvement of gatekeepers in sensitive transactions mandatory, the more it acquires a lever by which it can effectively discourage law violations.*²⁶⁸

²⁶⁵ Vide nota de rodapé 252 acima.

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 309.

²⁶⁶ Vide nota de rodapé 192 acima.

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 61.

²⁶⁷ *Essentially, the gatekeeper model is a third party enforcement strategy that relies on the fact that it may be easier to deter a third party who has little to gain than an entrepreneur who has a significant stake in a questionable transaction.*

[Tradução livre: Essencialmente, o modelo que utiliza *gatekeepers* é uma estratégia de aplicação da lei envolvendo terceiros que confia no fato de que pode ser mais fácil dissuadir o terceiro, que tem pouco a ganhar, do que o empreendedor que tem interesses significativos em uma operação questionável.”]

COFFEE, JR., John C., The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting. *Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 191*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270944>. Acesso em: 12.12.2013. p. 8.

Vide, ainda, nota de rodapé 197 acima e COFFEE JR., John C.. The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. v. 103. p. 1297.

²⁶⁸ [Tradução livre: “(...) Estes dois elementos – que o *gatekeeper* é um intermediário reputacional e que ele recebe apenas uma remuneração limitada em qualquer envolvimento com condutas ilícitas – sugere uma

Na medida em que a frequência com que o profissional ou instituição é contratado para prestação de serviços aumenta a credibilidade, reputação e valor de sua manifestação, a característica de *repeat player* também é posta em risco²⁶⁹.

Note-se que as motivações acima listadas estão diretamente vinculadas às características essenciais que dos *gatekeeper* sistematizadas no item 2.3 acima.

Quanto ao efeito das normas direcionadas aos *gatekeepers*, de maneira não restrita ao mercado de valores mobiliários, mas aos *gatekeepers* em geral, Kraakman aponta que tais figuras podem sofrer grandes perdas em caso de responsabilização, de forma que a imposição de sanções pouco complexas gera efeitos de dissuasão consideráveis²⁷⁰.

Ainda, o *gatekeeper* atua no sentido de convencer o infrator direto a não realizar o ilícito²⁷¹.

Assim, a imposição de deveres e a ameaça da sanção têm efeitos inibitórios à participação ou omissão do *gatekeeper* que permita a concretização da infração.

(ii) Atuação como Instância de Controle Prévia ao Regulador

A imposição de deveres e responsabilidades ao *gatekeeper* na norma jurídica tem o condão de posicioná-lo como auxiliar do regulador. O profissional ou instituição já

estratégia para observância da lei: quanto mais a lei envolve *gatekeepers* em operações sensíveis de forma obrigatória, mais ela adquire uma alavanca pela qual pode eficientemente desencorajar violações à lei.”] COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 308.

²⁶⁹ COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 4.

²⁷⁰ *Whenever entry into a gatekeeping market requires significant capital, including investment in specific human capital or reputation, simple legal penalties such as civil damages, fines, or license revocations can be powerful deterrents. One suspects, for example, that professionals—accountants, lawyers, and doctors—make attractive legal gatekeepers in part because they have large and vulnerable investments in licenses and reputations; they stand to lose too much if their corruption is detected.*

[Tradução livre: “Sempre que a entrada em um mercado de *gatekeeping* exigir capital significante, incluindo investimento significativo em capital humano e em reputação específicos, penalidades legais simples, como reparação civil, multa ou revogação de licenças podem ser poderosos fatores de dissuasão. Suspeita-se, por exemplo, que profissionais – contadores, advogados e médicos – sejam atrativos *gatekeepers* impostos pela lei em parte porque eles têm amplo e vulnerável investimento em licenças e reputações; eles tem muito a perder se corrupção for detectada.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 70.

²⁷¹ KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 890.

terá que realizar controles e monitoramentos com base na própria natureza da prestação de serviços que assumiu na estrutura do mercado de valores mobiliários e para a qual foi contratado. Aproveitando tal posicionamento, a norma jurídica transfere ao *gatekeeper* a responsabilidade por impedir o ilícito, quer manifestando-se de forma desfavorável à operação, quer abstendo-se de manifestar-se de forma irregular, quer encerrando a prestação de seus serviços. O delito é, dessa forma, barrado antes de acontecer.

A qualidade de ‘posto avançado’ do regulador, de medida imediatamente anterior à intervenção direta deste, é assim identificada por Kraakman: “*The next step beyond conscripting gatekeepers is, after all, to impose upon the firm specialized public monitors who are legally empowered to report wrongdoing or veto it on the spot.*”²⁷²

(iii) Presença ou Proximidade com o Negócio em que a Infração Pode Ocorrer

Em suas atividades regulares no âmbito do mercado de valores mobiliários, as instituições reputadas como *gatekeepers* trabalham diretamente nas operações a serem estruturadas ou negociadas – caso dos *underwriters*, auditorias independentes, agências de *rating* e advogados em ofertas públicas –, ou, ainda, têm conhecimento aprofundado sobre tais negócios e emissores – a exemplo dos analistas de valores mobiliários, ao examinar determinado emissor ou ativo em negociação, ou da auditoria independente, no exame de informações periódicas –. Assim, têm contato ou diretamente ou de forma próxima com as informações e condutas referentes a possíveis infrações relacionadas ao emissor ou a uma operação, bem como com as partes envolvidas. A imposição de deveres ao *gatekeeper*, portanto, aproveita as funções e atividades que já lhe competem realizar. O incremento de seus custos, em caso de imposição de responsabilidades pela lei, dessa forma, é mínimo²⁷³.

Além disso, a imposição de deveres a tais profissionais ou instituições se beneficia da experiência e qualificação técnica própria da atividade que realizam,

²⁷² [Tradução livre: “O próximo passo além de alistar *gatekeepers* é, ao final, impor sobre a firma monitores públicos especializados que são legalmente mandatados para relatar ilícitos ou vetá-los na hora.”] KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 897.

²⁷³ Vide citação referenciada na nota de rodapé 199 acima. KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984, p. 891.

impondo a presença de monitores sofisticados na realização dos negócios de mercado de valores mobiliários²⁷⁴.

(iv) Estímulo à Prevenção

Este escopo é identificado desde os estudos basilares de Kraakman, que identifica nas estratégias de *gatekeeper liability* o dever de prevenir as falhas de conduta²⁷⁵ no âmbito das operações em que participam.

Em geral, aponta a literatura que o sistema de interposição de terceiros entre a parte e o regulador permite a prevenção de infrações no mercado de valores mobiliários²⁷⁶. Isso porque eventuais problemas detectados devem ser corrigidos, sob pena do *gatekeeper* não conceder sua chancela à informação ou negócio que examinar, caso em que o emissor não terá acesso ao mercado de valores mobiliários²⁷⁷.

Neste aspecto da sua finalidade, um sistema de imposição de deveres ao *gatekeeper* destaca a capacidade destes de preparar o emissor previamente para recorrer ao financiamento via mercado de capitais ou para manter-se como participante²⁷⁸. A qualificação dos profissionais e instituições permite-lhes corrigir falhas ou apontar irregularidades antes que informações ou negócios sejam disponibilizados ao mercado.

²⁷⁴ Vide citação referenciada na nota de rodapé 216 acima.

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 94.

²⁷⁵ *Gatekeeper liability is distinguished by the duty that it imposes on private “gatekeepers” to prevent misconduct by withholding support.*

[Tradução livre: “A responsabilização do *gatekeeper* distingue-se pelo dever que impõe sobre os ‘gatekeepers’ de prevenir ilícitos pela retirada de seu apoio.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 54.

²⁷⁶ *In systems that interpose a secondary group of responsible parties between the primary party and the regulatory authority, misleading reporting can be prevented, not just punished.*

[Tradução livre: “Em sistemas que interpõem um grupo secundário de partes responsáveis entre a parte primária e a autoridade do regulador, a prestação de informações enganosas pode ser prevenidas, não apenas punida.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 6.

²⁷⁷ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 7.

²⁷⁸ *More fundamentally, the keeper must be able to influence the petitioner, to groom it for admission.*

[Tradução livre: “O mais fundamental é que o guardião deve ser capaz de influenciar o solicitante, prepará-lo para sua admissão.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 10.

Fraudes, incorreções e irregularidades deixam de causar prejuízos. Ainda, afasta-se a necessidade de tomada de medidas pelo regulador. Gilson, nesta esteira, comenta que a prevenção tem o benefício de afastar os custos envolvidos com aplicação de sanções pelas autoridades aos infratores²⁷⁹.

²⁷⁹ *Wrongdoing is prevented, rather than punished after the fact, without the substantial administrative costs of a formal enforcement proceeding.*

[Tradução livre: “A conduta infratora é prevenida, ao invés de punida após o fato, sem os custos administrativos substanciais de um procedimento formal de aplicação da lei.”]

GILSON, Ronald J.. The Devolution of the Legal Profession: a demand side perspective. *Maryland Law Review*, v. 49, n. 4, 1990, p. 883.

3 A FIGURA DOS *GATEKEEPERS* NO DIREITO COMPARADO

O aporte do Direito Comparado permite a contraposição de experiências. Os erros e acertos de um dado regime servem de embasamento para justificar a criação ou aperfeiçoamento de outros. No caso do Direito do Mercado de Valores Mobiliários brasileiro, tem-se como fonte de inspiração reconhecida o sistema jurídico dos Estados Unidos²⁸⁰. A análise deste último regime é imprescindível para nosso estudo também porque foi nele em que a figura dos *gatekeepers* em relação às companhias e ao mercado de valores mobiliários surgiu e continua a se desenvolver.

Os juristas norte-americanos trazem-nos normas e estudos de suma importância não só em razão dos Estados Unidos terem estabelecido as formas embrionárias da figura em exame. Na última década e na atualidade, tal nação apresenta o regime jurídico em que as indagações sobre os *gatekeepers* encontra maior desenvolvimento e repercussão, tanto em matéria de produção legislativa quanto de produção acadêmica para a ciência jurídica.

Neste item, discorreremos sobre algumas iniciativas do legislador resultantes das crises analisadas no capítulo 1 acima e sobre alguns dos estudos mais debatidos na doutrina norte-americana, de modo a traçar um panorama das principais linhas de pesquisa existentes.

Esta revisão da legislação e da doutrina selecionada nos fornecerá um panorama de como o Direito dos Estados Unidos vem tratando as seguintes questões: (i) os principais problemas identificados como passíveis de tratamento pela caracterização de certos participantes do mercado como *gatekeepers*; (ii) as diferentes proposições sobre como os *gatekeepers* podem ser parte da estratégia regulatória do mercado de valores mobiliários; e (iii) os efeitos da participação dos *gatekeepers* tanto no impedimento de condutas ilícitas, quanto na esfera da aplicação de sanções.

²⁸⁰ O melhor exemplo desta afirmação é próprio conceito de valores mobiliários adotado no Brasil, que adota elementos bastante similares ao americano em sua formulação. Neste sentido, vide Nelson Eizirik *et al.*, que informam que o conceito de valores mobiliários em nosso sistema legal *seguiu o de securities da legislação federal norte-americana*. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2. ed. rev. e atual., Rio de Janeiro, Renovar, 2008, p. 3 da Introdução.

Há uma consideração precedente que consideramos importante fazer. A análise da doutrina estadunidense mostra maior enfoque no papel daqueles *gatekeepers* que prestam serviços à companhia quando emissora de valores mobiliários²⁸¹. Não se deixa de analisar a responsabilidades de participantes das operações de mercado secundário (a exemplo dos analistas de valores mobiliários). Todavia, quantitativamente, debate-se mais o *gatekeeper* contratado por companhias emissoras.

O alcance desta constatação não atinge nosso estudo como limitação. A razão disso é que a doutrina disponível, em seus princípios, fundamentação e conclusões, também serve para lançar luzes ao estudo sobre instituições intermediárias nacionais, as quais nos propusemos examinar, mais adiante, sob a ótica da figura dos *gatekeepers*.

3.1 REFORMAS LEGAIS

3.1.1 A Lei Sarbanes-Oxley

A lei conhecida como *Sarbanes-Oxley Act* foi promulgada, em grande medida, em reação aos problemas descobertos pela crise de 2001/2002 nos Estados Unidos²⁸². A alcunha pela qual é mais usualmente conhecida a norma oficialmente designada como *Public Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002* (*Public*

²⁸¹ Apenas a título de exemplo, o enfoque nos *gatekeepers* que prestam serviços ao emissor que é companhia está presente nos seguintes trabalhos: AGUIRRE, Guerry J.. The Enron Decision: Closing the Fraud Free Zone on Errant Gatekeepers?. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 28, 2003, p. 447-511. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 18.10.2010; Armour, John; Hansmann, Henry; Kraakman, Reinier H.. Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement. *Law Working Paper No. 135/2009*, *European Corporate Governance Institute*, Nov. 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em 10.10.2010; ARNOLD, M. Thomas. “It’s déjà vu all over again” – Using Bounty Hunters to Leverage Gatekeepers Duties. *Tulsa Law Review*, v. 45, 2010, p. 419-469; COFFEE, JR., John C.. Understanding Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1403-1420; COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990’s. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 269-309; CUNNINGHAM, Lawrence A.. Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability. *UCLA Law Review*, v. 52, Winter 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=554863>>. Acesso em: 02.11.2009. ; CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009; e HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 53-121.

²⁸² Nesse sentido: ARNOLD, M. Thomas. “It’s déjà vu all over again” – Using Bounty Hunters to Leverage Gatekeepers Duties. *Tulsa Law Review*, v. 45, 2010, p. 429; e COX, James D.; HILLMAN, Robert W.;

Law 107–204) deriva dos sobrenomes do Congressista Michael G. Oxley e do Senador Paul Sarbanes. Ambos foram os redatores dos projetos da norma nas respectivas casas legislativas onde eram membros à época²⁸³.

Para o Presidente dos Estados Unidos George W. Bush, que aprovou a entrada em vigor da lei em 30 de julho de 2002, esta representou “the most far reaching reforms of American business practices since the time of Franklin Delano Roosevelt.”²⁸⁴ Tradadistas norte-americanos fizeram coro, entendendo que a Lei Sarbanes-Oxley “potentially is the most significant federal securities law since the founding New Deal decade.”^{285 286}

Dentre os motivos para o destaque, tem-se a mudança na forma como a legislação americana tipicamente regulava o mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, lecionam Cox, Hillman e Langvoort que o enfoque da norma vai além da tradicional estipulação de obrigações de *disclosure* para proteção ao investidor. Segundo os autores:

*With the enactment of Sarbanes-Oxley the focus of the securities laws and the SEC is today significantly broader than disclosure. Sarbanes-Oxley does not alter the core features of the U.S. securities laws, but, the Act introduces important procedural and substantive requirements for public companies as additional safeguards to protect investors.*²⁸⁷

LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*, 6. ed., Nova Iorque, Aspen Publishers, 2009, p. 9.

²⁸³ ROMANO, Roberta. The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *ECGI – European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 52/2004, Yale Law School, International Center for Finance, Yale University, Center for Law, Economics and Public Policy, Research Paper No. 297, New York University Law and Economics Research Paper Series Working Paper No. 04-032*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=596101>>. Acesso em: 17.01.2014. p.122-123 e 127.

²⁸⁴ [Tradução livre: “a reforma mais extensa sobre prática negocial americana desde o tempo de Franklin Delano Roosevelt.”]

EUA. Securities and Exchange Commission. Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws.shtml#sox2002>>. Acesso em: 14.01.2013.

²⁸⁵ [Tradução livre: “potencialmente é a mais importante lei federal sobre valores mobiliários desde a fundação do *New Deal*.”]

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. 5. ed. Austin, Boston, Chicago, New York: Aspen Publishers, 2004. p. 62.

²⁸⁶ O diploma, contudo é também objeto de críticas. A própria ampliação da regulação sobre certas instituições que é um dos principais focos da norma é questionado por Choi. Para o autor, a Lei Sarbanes-Oxley contempla dispositivos que podem gerar mais custos e ineficiências (como no caso do rodízio de auditores), serem irrelevantes (como no caso do *audit committee*, em que, fora a proteção da reputação própria, seus membros tem poucos incentivos para agir em favor do investidor) e serem fadados ao insucesso (como no caso dos advogados, em que o dever de reporte entra em conflito com a natureza do serviço prestado, participando ativamente na estruturação da operação, ou, ainda, levando a companhia a restringir as informações passadas ao profissional). CHOI, Stephen. A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries. *Berkeley Business Law Journal*, v. 1, n. 1, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=528164>>. Acesso em: 18.10.2010. p. 20-22.

²⁸⁷ [Tradução livre: “Com a edição da Sarbanes-Oxley, o foco das leis sobre valores mobiliários e da SEC é, hoje, significativamente mais amplo do que prestação de informações. A Sarbanes-Oxley não altera as

A norma, dividida em 11 títulos, é considerada extensa²⁸⁸. Buscou sanar diversos dos potenciais problemas verificados nas fraudes contábeis, nas falhas de governança corporativa das companhias emissoras e nas irregularidades na prestação de serviços por certas profissões e instituições, mediante uma série de reformas.

Dentre elas, lista-se, exemplificativamente:

- (i) a criação do *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)*, para controle das atividades de auditoria relacionadas à emissão de valores mobiliários²⁸⁹, constituída como empresa privada sem fins lucrativos²⁹⁰.
- (ii) a atribuição ao *audit committee*²⁹¹, órgão da companhia, de poderes de supervisionar a relação desta com a empresa de auditoria independente, no intuito de promover maior transparência para o investidor²⁹². A independência dos membros integrantes do *audit committee*, conforme os critérios estipulados na lei²⁹³, asseguraria a melhor qualificação deste órgão para a tarefa.

feições fundamentais das leis sobre valores mobiliários dos Estados Unidos, mas a lei introduz exigências procedimentais e de conteúdo importantes para as companhias abertas como proteção adicional aos investidores.”]

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*, 6. ed., Nova Iorque, Aspen Publishers, 2009, p. 10.

²⁸⁸ ARNOLD, M. Thomas. “It’s déjà vu all over again” – Using Bounty Hunters to Leverage Gatekeepers Duties. *Tulsa Law Review*, v. 45, 2010, p. 431.

²⁸⁹ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. 5. ed. Austin, Boston, Chicago, New York: Aspen Publishers, 2004. p. 62.

²⁹⁰ Artigo 101(a) da Lei Sarbanes-Oxley.

²⁹¹ Sobre a importância deste órgão, veja-se a lição de Cunningham:

Within issuers, audit committees should support gatekeeper incentives and be able to develop them. Many believe that the most important of the changes in the Sarbanes-Oxley Act is audit committee power over auditors. The law reposes in audit committees the power to select, compensate, supervise and terminate auditors, as well more power over the selection of appropriate accounting principles through a formal role in resolving disagreements between management and auditors and expressly empowering audit committees to retain independent counsel and other advisors. Audit committees now wield considerable influence in the audit function and easily could develop incentive contracts and other programs to promote effective gatekeeping, by both auditors and lawyers.

[Tradução livre: “Nos emissores, os *audit committees* deveriam apoiar incentivos para *gatekeepers* e serem capazes de desenvolvê-los. Muitos acreditam que a mais importante mudança na Lei Sarbanes-Oxley é o poder do comitê sobre os auditores. A lei atribui ao *audit committee* poderes para selecionar, remunerar, supervisionar e dispensar auditores, bem como mais poderes sobre a seleção dos princípios de auditoria adequados através de um papel formal de resolver desacordos entre administradores e auditores e que expressamente dá poderes para o *audit committee* contratar advogados independentes e outros consultores. Os *audit committees* agora emanam influência considerável sobre a função de auditoria e facilmente poderiam desenvolver contratos de incentivo e outros projetos para promover um *gatekeeping* efetivo, tanto por auditores quanto por advogados.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 42.

²⁹² COFFEE, JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 170.

²⁹³ Artigo 301(3) da Lei Sarbanes-Oxley.

(iii) o acréscimo de dispositivos com o objetivo de aperfeiçoar a independência dos auditores independentes²⁹⁴. Dentre outras estipulações, é significativo notar a proibição, como regra geral, da prestação de serviços não relacionados à auditoria enquanto houver a prestação de serviços de auditoria relacionados à oferta do emissor²⁹⁵. A motivação de tal restrição é impedir o conflito de interesses verificado na crise de 2001/2002. Como já explanado, neste evento, a contratação de serviços pelas companhias emissoras tornou-se mecanismo de pressão para as empresas de auditoria diminuírem o rigor na análise das demonstrações financeiras das contratantes.

(iv) a estipulação de prazo (180 dias) para a SEC fixar regras para a atuação de advogados de emissores²⁹⁶. Dentre elas, competiria à comissão criar regra sobre o dever dos advogados reportarem indícios de violações relacionadas às leis de mercado de valores mobiliários, ao descumprimento de deveres fiduciários e outras violações relacionadas²⁹⁷.

(v) a previsão de diretrizes para nortear a emissão de regras, em até um ano a partir da promulgação da lei, sobre a atividade de análise de valores mobiliários. Dentre as finalidades de tais regras estaria a promoção da objetividade e da independência do analista na elaboração de seus relatórios.²⁹⁸ Teria por objetivo, ainda, a estipulação de período de vedação à emissão de relatório por *broker* ou *dealer* sobre o emissor ou valor mobiliário deste quando tiver participado da respectiva oferta pública²⁹⁹.

(vi) a inclusão de dispositivos sobre a responsabilização por fraudes³⁰⁰, bem como a majoração de penas e a inclusão de novas condutas referentes a crimes do ‘colarinho branco’³⁰¹.

²⁹⁴ ARNOLD, M. Thomas. “It’s déjà vu all over again” – Using Bounty Hunters to Leverage Gatekeepers Duties. *Tulsa Law Review*, v. 45, 2010, p. 430.

²⁹⁵ Artigo 201(a) da Lei Sarbanes-Oxley.

²⁹⁶ Artigo 307 da Lei Sarbanes-Oxley.

²⁹⁷ A possível infração deve inicialmente ser reportada ao Diretor Jurídico ou Diretor Executivo da empresa. Caso estes não tomem providências, competirá ao advogado informar o *audit committee*, os diretores independentes ou o conselho de administração. COFFEE, JR., John C.. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 217-218.

É dito pela doutrina que a referida norma estabelece um dever de *up-the-ladder reporting*. COFFEE, JR., John C.. The Attorney as a Gatekeeper: an Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. 2003. p. 1294.

Tal expressão faz referência a “subir os degraus da escada” da hierarquia da companhia, caso a denúncia não surta efeitos nas esferas inferiores de poder em que deve ser inicialmente reportada.

²⁹⁸ Artigo 501(a) da Lei Sarbanes-Oxley.

²⁹⁹ Artigo 501 da Lei Sarbanes-Oxley, incluindo o artigo 15D(a)(2) à *Securities Exchange Act of 1934*.

³⁰⁰ Título 8 da Lei Sarbanes-Oxley.

³⁰¹ Título 9 da Lei Sarbanes-Oxley.

A norma em comento não faz a adoção expressa da designação dos intermediários reputacionais e externos à companhia como *gatekeepers*, mas impõe regras ou estipula prazos ou estudos para a criação de normas no intuito de fortalecer as características de tais participantes como tal. Nessa seara, podem-se destacar algumas dispositivos que realçam a utilização dos *gatekeepers* como solução para problemas de mercado de valores mobiliários e como estratégia regulatória e os efeitos gerados na prevenção de ilícitos e na imposição de medidas coercitivas.

Primeiramente, no âmbito do tratamento de problemas de mercado, note-se a imposição de proibição à prestação de uma série de serviços em que a empresa de auditoria independente poderia ser facilmente levada a atuar em conflito de interesses³⁰² (Artigo 201(a)), permitindo sua atuação isenta na função de duplicação e no impedimento de ilícitos e principalmente, ganhos menores com a prática de infrações. Entendemos que o dever de troca do sócio responsável pela prestação de serviços de auditoria a um mesmo emissor após 5 anos (Artigo 203) endereça o mesmo problema.

Como estratégia de regulação, verifica-se a opção de ampliar a regulação sobre os participantes de mercado que ganharam destaque na crise antecedente à promulgação da lei. Ainda, nota-se a utilização do *gatekeeper* como instância de controle, na medida em que o próprio serviço prestado antecipa parcela da atividade de supervisão do Poder Público sobre as atividades da emissora (como no exemplo do dever da auditoria independente de reportar certas informações ao *audit committee* previsto no Artigo 204)³⁰³.

³⁰² Nesta linha, Coffee entende que a Lei Sarbanes-Oxley é bem sucedida na imposição de regras que reforçam a independência do auditor. O autor critica, contudo, a falta de severidade da lei na imposição de sanções:

In short, while the potential benefits from acquiescing in accounting irregularities appear to have been reduced for auditors, the expected costs to gatekeepers from accounting irregularities seemingly remains low because the level of deterrence that they once faced has not been restored.

[Tradução livre: “De forma breve, enquanto os benefícios potenciais de aquiescer em irregularidades contábeis parece ter sido reduzida para auditores, os custos esperados para os *gatekeepers* decorrentes de irregularidades na contabilidade aparentemente permanece baixo porque o grau de dissuasão que eles um dia enfrentaram não foi restaurada.”]

COFFEE, JR., John C.. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004, p. 304.

³⁰³ Artigo 204 da Lei Sarbanes-Oxley, que adiciona novo item ao Artigo 10A do *Securities Exchange Act of 1934*:

“(k) *REPORTS TO AUDIT COMMITTEES*.—Each registered public accounting firm that performs for any issuer any audit required by this title shall timely report to the audit committee of the issuer—

“(1) all critical accounting policies and practices to be used;

“(2) all alternative treatments of financial information within generally accepted accounting principles that have been discussed with management officials of the issuer, ramifications of the use of such

Por fim, na seara da prevenção de ilícitos e aplicação da lei, a Lei Sarbanes-Oxley, tem-se o exemplo dos deveres impostos aos advogados de levarem indícios de infrações a certas instâncias de poder da companhia (Artigo 307). Com isso, o advogado facilita que o órgão competente tome conhecimento sobre eventuais delitos, podendo tomar medidas que impeçam a sua realização ou que levem a responsabilização dos envolvidos.

3.1.2 A Lei Dodd-Frank

O governo norte-americano reagiu à crise de 2007/2008³⁰⁴ com a elaboração da lei usualmente denominada como *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*³⁰⁵ (Public Law 11-203). O nome refere-se ao senador Chris Dodd e ao deputado Barney Frank, dois dos redatores principais do texto³⁰⁶.

Sancionada pelo Presidente Barack Obama em 21 de junho do mesmo ano, a lei é extensa e conta com 16 títulos. Isso contrasta com seu título completo, que dispõe, de forma pragmática e sintética, que o diploma em comento consiste em:

An Act

To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect

alternative disclosures and treatments, and the treatment preferred by the registered public accounting firm; and

“(3) other material written communications between the registered public accounting firm and the management of the issuer, such as any management letter or schedule of unadjusted differences.”.

[Tradução livre: “(k) Relatórios para os *Audit Committees* – cada firma de contabilidade registrada publicamente que preste para qualquer emissor qualquer auditoria exigida sob este dispositivo deve relatar em tempo hábil para o *audit committee* do emissor:

- (1) Todas as políticas de contabilidade e práticas significativas a serem utilizada;
- (2) Todos os tratamentos alternativos em relação à informação financeira nos termos dos princípios de contabilidade geralmente aceitos que tenham sido discutidos com administradores do emissor, ramificações do uso de tais prestações de informações e tratamentos alternativos, e o tratamento preferido pela firma de contabilidade publicamente registrada; e
- (3) Outras comunicações por escrito relevantes entre a firma de contabilidade publicamente registrada e a administração do emissor, a exemplo de qualquer carta da administração ou relatório de diferenças não ajustadas.”]

³⁰⁴ O histórico referente à crise de 2007/2008 foi objeto do item 1.1 deste estudo.

³⁰⁵ Este é o “*short title*”, o nome resumido pelo qual o artigo 1(a) permite que esta lei seja oficialmente conhecida.

³⁰⁶ PALETTA, Damian. It Has A Name: The Dodd/Frank Act. *The Wall Street Journal*. Jun 25, 2010. Disponível em: <<http://blogs.wsj.com/washwire/2010/06/25/it-has-a-name-the-doddfrank-act/>>. Acesso em: 03.02.2014.

*consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.*³⁰⁷

Tratou-se de reforma legislativa ampla para rever a regulação vigente sobre o sistema financeiro³⁰⁸. Atacou problemas evidenciados com a crise, como as dificuldades de continuidade de diversas instituições financeiras, o risco sistêmico, a remuneração dos profissionais das instituições financeiras e o socorro para evitar a quebra de instituições em crise³⁰⁹. Foi também resposta ao público, que se irressignou com a utilização de recursos públicos para prestar assistência financeira a estas instituições³¹⁰. Conforme reconheceu o governo federal, a regulação falha do sistema financeiro então vigente nos Estados Unidos deu origem à crise³¹¹.

Segundo a comparação formulada por Coffee, enquanto a Lei Sarbanes-Oxley centrava-se na governança corporativa como problema principal, a seu turno, a ênfase da Lei Dodd-Frank recai sobre as instituições financeiras e o potencial de risco sistêmico que estas criam³¹².

Uma vez que extrapola a delimitação do presente estudo analisar todos os dispositivos da norma em exame, valemo-nos da classificação de Cluchey, que fornece um panorama abrangente de seu conteúdo ao classificar as regras em 3 grandes temas.

Para o autor, o primeiro assunto a nortear o conteúdo das regras da Lei Dodd-Frank diz respeito à prevenção de possíveis futuras crises. Nesse sentido, foram elaboradas regras referentes:

³⁰⁷ [Tradução livre: “Uma Lei para promover a estabilidade financeira dos Estados Unidos mediante a melhoria da responsabilização e da transparência no sistema financeiro, fim do “*too big to fail*”, para proteger o contribuinte americano terminando com ajudas financeiras a instituições financeiras, para proteger consumidores de práticas abusivas nos serviços financeiros e para outros fins.”]

³⁰⁸ CLUCHEY, David P., The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis? (January 1, 2011). *The Financial Crisis of 2008: French and American Responses-Proceedings of the 2010 Franco-American Legal Seminar*, Martin A. Rogoff, Michael Dixon, Eric Bither, et al., eds, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1831661>>. Acesso em: 03.02.2014. p. 205.

³⁰⁹ COFFEE, JR., John C.. The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated. *The Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Working Paper No. 414*, January 9, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1982128>>. Acesso em: 30.12.2013. p. 3.

³¹⁰ COFFEE, JR., John C.. The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated. *The Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Working Paper No. 414*, January 9, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1982128>>. Acesso em: 30.12.2013. p. 3.

³¹¹ *Our broken financial regulatory system was a principal cause of that crisis*. Disponível em: <<http://www.whitehouse.gov/economy/middle-class/dodd-frank-wall-street-reform>>. Acesso em 03.02.2014.

³¹² COFFEE, JR., John C.. The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated. *The Center for Law and Economic Studies, Columbia*

- (i) à criação do *Financial Stability Oversight Council*, como monitor da estabilidade do sistema financeiro;
- (ii) ao fortalecimento do *Board of Governors* do FED, para regular sobre instituições financeiras de relevância sistêmica;
- (iii) ao rearranjo da regulação bancária, assumindo o *Office of the Comptroller of the Currency* antigas funções regulatórias do *Office of Thrift Supervision*;
- (iv) à obrigação de credenciamento dos *advisers* de *hedge funds* perante a SEC;
- (v) à definição das competências para regular os mercados de balcão para derivativos;
- (vi) à submissão das agências de *rating* ao poder regulamentar ampliado conferido à SEC;
- (vii) à alteração no processo de securitização dos *asset-backed securities*;
- (viii) a mudanças na administração da SEC; e
- (ix) à remuneração dos quadros executivos e ao controle por órgãos do emissor.³¹³

A seu turno, o segundo macro-tema versa sobre mecanismos de enfrentamento de eventuais novas crises. Nesse sentido, a Lei Dodd-Frank impôs regras sobre:

- (i) o poder regulamentar do *Board of Governors* para estabelecer normas prudenciais para instituições de relevância para o sistema financeiro.
- (ii) a atribuição ao *FDIC* para promover a liquidação de instituições de relevância para o sistema; e
- (ii) restrições ao uso de recursos públicos para socorro a instituições financeiras em dificuldades³¹⁴.

University School of Law, Working Paper No. 414, January 9, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1982128>>. Acesso em: 30.12.2013. p. 12.

³¹³ CLUCHEY, David P., The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis? (January 1, 2011). *The Financial Crisis of 2008: French and American Responses-Proceedings of the 2010 Franco-American Legal Seminar*, Martin A. Rogoff, Michael Dixon, Eric Bither, et al., eds, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1831661>>. Acesso em: 03.02.2014. p. 205-206.

³¹⁴ CLUCHEY, David P., The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis? (January 1, 2011). *The Financial Crisis of 2008: French and American Responses-Proceedings of the 2010 Franco-American Legal Seminar*, Martin A. Rogoff, Michael Dixon,

O último tema de destaque na lei trata da proteção dos consumidores mediante:

- (i) a fiscalização de serviços financeiros ofertados ao público com a instituição do *Bureau of Consumer Financial Protection*;
- (ii) a proteção contra abusos em crédito consignado;
- (iii) a defesa dos investidores no mercado de valores mobiliários;
- (iv) o fortalecimento das medidas de aplicação da lei nos ilícitos de mercado de valores mobiliários; e
- (v) alterações na forma de concessão das hipotecas³¹⁵.

É no primeiro tema da classificação acima examinada que haverá o tratamento do *gatekeeper* cuja prestação de serviços faltosos ganhou destaque na crise de 2007/2008. Isso porque, com o escopo principal de prevenção, a Lei Dodd-Frank endereça os problemas causados pelas agências de *rating*, reconhecendo nelas a condição de *gatekeeper*. De fato, o termo é expressamente empregado em referência a tais instituições.

A regulação das agências de *rating*³¹⁶ encontra-se sob o título IX, que desenvolve as melhorias regulatórias a serem implementadas pela lei no campo dos valores mobiliários. Seu subtítulo C, específico sobre estas instituições, traz uma breve exposição de motivos³¹⁷ sobre as razões que levaram o congresso dos Estados Unidos a implementar tais dispositivos. É nele que o Congresso reconhece a relevância sistêmica das agências e sua importância para o interesse público; a sua função como *gatekeeper*, assemelhando-se àquela exercida por analistas e auditores, pelo que se faz necessário o monitoramento e controle público também de suas atividades; a proximidade da

Eric Bither, et al., eds, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1831661>>. Acesso em: 03.02.2014. p. 206.

³¹⁵ CLUCHEY, David P., The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis? (January 1, 2011). *The Financial Crisis of 2008: French and American Responses-Proceedings of the 2010 Franco-American Legal Seminar*, Martin A. Rogoff, Michael Dixon, Eric Bither, et al., eds, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1831661>>. Acesso em: 03.02.2014. p. 206.

³¹⁶ Importante ressaltar que o regime legal do sistema financeiro dos Estados Unidos é direcionado especificamente às agências de *rating* consideradas como *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (Organizações de Classificação de Risco Estatístico de Reconhecimento Nacional. Para obter tal status, a agência de *rating* deve cumprir os requisitos legais e registrar-se perante a SEC. Apenas as instituições dotadas de tal classificação são tratadas pela Lei Dodd-Frank, que a elas se refere expressamente ao impor normas, enquanto utiliza a expressão ampla *credit rating agencies* para o texto do Artigo 931, sobre a motivação do novel diploma.

atividade das agências de *rating* com aquela dos demais *gatekeepers*, como auditores, analistas e bancos de investimento, realizando atividades de avaliação e análise, pelo que devem ter nível semelhante de responsabilização e supervisão; os conflitos de interesse a que se sujeitam tais instituições, devendo ser objeto de tratamento legislativo que enfatize a autoridade da SEC; e os efeitos nocivos causados pelas agências de *rating* com atribuição de notas imprecisas, afetando a higidez da economia norte-americana e internacional e levando a uma crise financeira.

A Lei Dodd-Frank, a partir destas constatações, impõe novas regras para as agências de *rating*. Ainda, aumentou a autoridade SEC sobre estas, em relação ao *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006 sobre a matéria³¹⁸.

Dentre as normas de execução já imposta pela própria Lei Dodd-Frank, listamos, abaixo, as disposições mais destacadas no sentido de atribuir às agências de *rating* a função e a responsabilidade como *gatekeeper*³¹⁹:

- (i) É imposto o dever da agência de *rating* de fixar e organizar controles internos referentes ao processo de concessão de nota, devendo as especificidades destes controles serem regrados pela SEC³²⁰;
- (ii) A lei atribui poderes para a SEC suspender ou revogar a permissão de uma agência de *rating* com respeito a uma classe ou subclasse de valores mobiliários, quando referido órgão entender que a agência de *rating* não tem condições de adequadamente avaliar tais ativos³²¹;
- (iii) São estabelecidos procedimentos de revisão (ou dever de *to look back*³²²) pela agência de *rating* da nota concedida quando empregado seu que participou da atribuição de nota for trabalhar na instituição específica que recebeu a nota³²³;

³¹⁷ Entitulada de “*findings*”, ou “achados”, no Artigo 931.

³¹⁸ Conforme comparam CLUCHEY, David P., *The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis?* (January 1, 2011). *The Financial Crisis of 2008: French and American Responses-Proceedings of the 2010 Franco-American Legal Seminar*, Martin A. Rogoff, Michael Dixon, Eric Bither, et al., eds, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1831661>>. Acesso em: 03.02.2014. p. 217 e DARBELLAY, Aline; PARTNOY, Frank. *Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2042111>>. Acesso em 05.02.2014. Abril 2012, p. 8.

³¹⁹ Os artigos listados são da Lei Dodd-Frank, e não das leis que sofreram reforma, quando for o caso.

³²⁰ Artigo 932(a)(2)(B).

³²¹ Artigo 932(a)(2)(B).

³²² [Tradução livre: “Olhar para trás”].

³²³ Artigo 932(a)(4).

- (iv) Impõem-se à agência de *rating* deveres de informar a SEC sobre determinados funcionários de atuação relevante para a concessão da nota que forem trabalhar em instituição recipiente de nota³²⁴;
- (v) Determina-se a desvinculação necessária da remuneração do diretor de *compliance* em relação aos resultados financeiros da agência de *rating*³²⁵;
- (vi) A lei fixa que o *Office of Credit Ratings* (a ser examinado na sequência) deverá promover supervisão anual sobre a governança corporativa, operação, estrutura, dentre outros pontos, sobre as atividades da agência de *rating*, tornando público um relatório final sobre o exame realizado³²⁶;
- (vii) Estabelecem-se os critérios quantitativos e qualitativos a serem informados no formulário que acompanha a concessão da nota pelas agências³²⁷;
- (viii) A lei dispõe que o prestador de serviços de *due diligence* terceirizados deverá fornecer certificação do serviço prestado à agência de *rating* que analisar operação de *asset-backed security* para fins de concessão de nota³²⁸.
- (ix) Há imposição de regras de governança corporativa referentes à independência de parte dos membros do conselho de administração da agência de *rating*, bem como a desvinculação da remuneração destes conselheiros em relação aos resultados financeiros da empresa³²⁹;
- (x) Equiparam-se as agências de *rating*, para fins de aplicação da lei em casos de infrações à legislação de valores mobiliários, às empresas de auditoria registradas e aos analistas de valores mobiliárias³³⁰;
- (xi) Fixa-se a falha como nexa para imputar o ilícito à agência de *rating* em caso de pretensão indenizatória, seja de modo sabido (“knowingly”), seja de forma imprudente (“recklessly”) ³³¹. Com a eliminação das isenções legais que protegiam tais agências contra ações de indenização, a doutrina aponta a

³²⁴ Artigo 932(a)(4).

³²⁵ Artigo 932(a)(4).

³²⁶ Artigo 932(a)(8).

³²⁷ Artigo 932(a)(8).

³²⁸ Artigo 932(a)(8).

³²⁹ Artigo 932(a)(8).

³³⁰ Artigo 933(a).

³³¹ Artigo 933(b)(2).

equiparação das agências de *rating* ao demais *gatekeepers* em matéria responsabilização civil³³²;

(xii) Determina-se a alteração das leis norte-americanas, excluindo a alusão às notas concedidas pelas agências de *rating*³³³. Com isso, desvinculam-se as decisões a serem tomadas da necessidade de nota³³⁴;

(xiii) Revoga-se a Regra 436(g) da SEC³³⁵. Com isso, as agências de *rating* passam a ser consideradas *experts*, nos termos do Artigo 11³³⁶ do *Securities Act of 1933*, e, portanto, sujeitas à responsabilização civil relacionada a tal qualificação³³⁷.

Em relação ao incremento da autoridade da SEC, destacamos os seguintes dispositivos, também com base no critério de serem normas que refletem o papel de *gatekeeper* das agências de *rating*:

(i) A SEC deverá estabelecer regras sobre a apresentação de relatório anual sobre os controles internos mantidos pela agência de *rating* relativos aos seus processos de atribuição de nota³³⁸;

³³² DARBELLAY, Aline; PARTNOY, Frank. Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. *University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2042111>>. Acesso em 05.02.2014. April 2012, p. 17 e 20.

³³³ *The Dodd-Frank Act seeks to remove regulatory references to ratings in many regulations, statutes and other rules. First and foremost, Section 939(a-f) has expressly removed statutory references to ratings. Even though Congress included the most important references to ratings into the amendment, such as all banking and securities references, Congress did not remove every statutory reference to ratings. Pursuant to Section 939A, every Federal agency has one year to remove regulatory reliance on ratings. References to ratings thus have to be removed from every type of governmental rule.*

[Tradução livre: “A Lei Dodd-Frank busca remover as referências regulatórias às notas de *rating* em muitas regulamentações, leis e outras normas. Primeiramente e mais importante, o Artigo 939(a-f) expressamente removeu referências em lei às notas de *rating*. Embora o Congresso tenha incluído as mais importantes menções às notas de *rating* na alteração, a exemplo de todas as referências relacionadas a valores mobiliários e às atividades bancárias, o congresso não removeu todas as referências legais às notas de *rating*. De acordo com o Artigo 939A, cada agência federal terá um ano para remover a vinculação regulatória às notas de *rating*. Referências às notas de *rating*, portanto, devem ser removidas de todo e qualquer tipo de regra governamental.”]

DARBELLAY, Aline; PARTNOY, Frank. Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. *University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2042111>>. Acesso em 05.02.2014. April 2012, p. 21.

³³⁴ Artigo 939.

³³⁵ Artigo 939G.

³³⁶ O artigo trata da responsabilidade civil em caso de falsidade na declaração de registro (“*declaration statement*”) de um valor mobiliário.

³³⁷ DARBELLAY, Aline; PARTNOY, Frank. Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. *University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2042111>>. Acesso em 05.02.2014. April 2012, p. 21.

³³⁸ Artigo 932(a)(2)(B).

- (ii) É conferida autoridade para a SEC exarar normas relativas à separação entre os setores comercial e o de análise da agência de *rating*, de forma a evitar pressões sobre a avaliação a ser concedida³³⁹;
- (iii) A SEC deverá criar o *Office of Credit Ratings* como estrutura interna, com competência para executar a regulamentação da comissão referente aos procedimentos de análise das agências, a adequação das notas conferidas e aos conflitos de interesse³⁴⁰;
- (iv) É atribuído poder normativo à SEC para dispor sobre multas e sanções a serem impostas às agências de *rating*³⁴¹;
- (v) Deverão ser elaboradas normas pela SEC com o escopo de aumentar a transparência das informações, dispondo, dentre diversas medidas, sobre a divulgação da nota inicialmente concedida e das alterações subsequentes, bem como sobre divulgação de informações pelas agências de *rating* que permitam ao investidor avaliar a adequação da nota atribuída e a comparação com a nota de outras agências³⁴²;
- (vi) A SEC deverá impor normas sobre a fixação, mudança, e informação ao público da metodologia utilizada pelas agências para a formulação da nota³⁴³;
- (vii) Atribui-se à SEC a elaboração das regras sobre formulário que deverá ser divulgado junto à emissão da nota³⁴⁴;
- (viii) A lei estabelece que a SEC definirá o formato e estabelecerá as regras de divulgação do certificado a ser fornecido pelo prestador de serviços de *due diligence* terceirizados à agência de *rating* em operações de *asset-backed security* para fins de concessão de nota³⁴⁵;
- (ix) A SEC deverá elaborar as normas necessárias para que as agências de *rating* tenham tratamento idêntico às empresas de auditoria e aos analistas de valores mobiliárias, para fins de aplicação da lei e de sanções em casos de infrações à legislação de valores mobiliários³⁴⁶;

³³⁹ Artigo 932(a)(4).

³⁴⁰ Artigo 932(a)(8).

³⁴¹ Artigo 932(a)(8).

³⁴² Artigo 932(a)(8).

³⁴³ Artigo 932(a)(8).

³⁴⁴ Artigo 932(a)(8).

³⁴⁵ Artigo 932(a)(8).

³⁴⁶ Artigo 933(a).

- (x) A SEC elaborará regras de qualificação e treinamento para prestar serviços de análise de *rating*³⁴⁷;
- (xi) A SEC deverá reger a simbologia usada pelas agências de *rating*, no sentido de que indiquem a possibilidade de inadimplemento, apresentem o significado do símbolo e sejam usados consistentemente para um mesmo tipo de ativo³⁴⁸; e
- (xii) Competirá à SEC reformular a *Regulation FD* de forma a excluir as isenções³⁴⁹ que contemplavam as agências de *rating*³⁵⁰.

Analizados os principais dispositivos da Lei Dodd-Frank que se valem das agências de *rating* em sua condição de *gatekeeper*, cumpre avaliar, como nos propusemos no início deste capítulo, que problemas do mercado de valores mobiliários tal caracterização enfrenta, bem como a sua utilização como estratégia regulatória e o impacto que se espera em matéria de prevenção e de responsabilização por infração à lei.

Em relação aos problemas de mercado de valores mobiliários atacados, temos como exemplo a exclusão de referências à nota de *rating* em grande parte da regulação norte-americana, de forma a eliminar a vinculação necessária entre a obtenção de certa nota e a realização de determinada operação ou o cumprimento de padrão imposto às instituições financeiras³⁵¹. Entendem Partnoy e Darbellay que a medida pode

³⁴⁷ Artigo 936.

³⁴⁸ Artigo 938(a).

³⁴⁹ Sobre a isenção:

In 2000 the SEC implemented Regulation Full Disclosure – or Regulation FD – in order to eliminate the selective disclosure of material information to a few privileged interested parties (Jorion et al. 2005). For years rating agencies enjoyed an exemption from Regulation FD, thereby allowing them to receive inside information from issuers that is not shared with the market. Therefore, rating agencies often had access to information denied to analysts and investors (Flood 2005). The agencies contend that the exemption is needed in order to fully evaluate credit risk.

[Tradução livre: “Em 2000, a SEC editou a *Regulation Full Disclosure* (‘Regra sobre a Completa Prestação de Informações’) – ou *Regulation FD* – de forma a eliminar a prestação seletiva de material informacional para algumas partes interessadas privilegiadas (Jorion et al. 2005). Por anos as agências de *rating* gozaram de uma isenção da *Regulation FD*, permitindo, portanto, que recebessem informação privilegiada de emissores que não era compartilhada com o mercado. Portanto, as agências de *rating* seguidamente tinham acesso a informação negada a analistas e a investidores (Flood 2005). As agências argumentam que a isenção é necessária para avaliar completamente o risco de crédito.”]

DARBELLAY, Aline; PARTNOY, Frank. Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. *University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2042111>>. Acesso em 05.02.2014. April 2012, p. 12.

³⁵⁰ Artigo 939B.

³⁵¹ Darbellay e Partnoy, neste trecho, exemplificam as situações em que a obtenção de nota de *rating* se tornou exigência legal:

contribuir para minorar o risco sistêmico passível de ser causado pelas agências de *rating*, tirando a dependência excessiva que existia sobre as notas³⁵². A obrigatoriedade de obtenção de nota em certo patamar como condição imposta pelo ordenamento jurídico gerava um incentivo para as agências de *rating* descuidarem da qualidade e exatidão da nota concedida em favor dos lucros a serem obtidos com a concessão da nota que o cliente necessitava. Ao retirar o incentivo, o dispositivo da Lei Dodd-Frank reestabelece o ambiente necessário para que as agências de *rating* possam atuar emprestando a sua reputação às operações que examinam, empregando sua credibilidade na duplicação das informações que compila e atuando como *repeat players* das ofertas e dos emissores que avalia.

Over time, however, rating agencies have shifted from selling information to selling “regulatory licenses,” keys that unlock the financial markets. This shift began after the 1929 crash, when regulators turned to the rating agencies – primarily Moody’s and Standard & Poor’s – for measures of bond quality in banking and insurance guidelines. Federal Reserve examiners proposed a system for weighting the value of a bank’s portfolio based on ratings. Bank and insurance regulators expressed the “safety” or “desirability” of portfolios in letter ratings, and used such ratings in bank capital requirements and bank and insurance company investment guidelines. States relied on rating agencies to determine which bonds were “legal” for insurance companies to hold. The Comptroller of the Currency made similar determinations for federally chartered banks.

[Tradução livre: “Ao longo do tempo, as agências de *rating* mudaram da venda de informação para a venda de ‘licenças regulatórias’, chaves que abrem os mercados financeiros. Esta mudança começou após o *crash* de 1929, quando os reguladores voltaram-se para as agências de *rating* – primariamente a Moody’s e a Standard & Poor’s – para obter medidas de qualidade em relação aos títulos bancários e para políticas de seguro. Examinadores do *Federal Reserve* propuseram um sistema que pesava o valor da carteira de um banco com base na nota de *rating*. Reguladores de bancos e de seguros expressavam a ‘segurança’ ou ‘aceitação’ da carteira em letras de *rating*, e usavam tais notas de *rating* em exigências referentes ao capital dos bancos e em diretrizes de investimento para bancos e companhias seguradoras. Estados confiavam em agências de *rating* para determinar quais títulos eram ‘legais’ as companhias de seguro possuírem. O *Comptroller of the Currency* fez determinações similares em relação a bancos de concessão estatal.”]

E ainda:

Beginning in the 1970s, regulators dramatically expanded their use of ratings in financial market regulations. As a result, financial markets regulators effectively mandated that institutions of all types pay heed to NRSRO ratings as a necessary step for regulatory compliance. Some rules required that certain investors could only buy bonds with high ratings. Other rules reduced capital requirements for institutions that purchased highly rated bonds. Without high ratings, bond issuers could not access certain markets because they did not have a “license” from the NRSROs to comply with NRSRO-dependent regulations.

[Tradução livre: “Começando em 1970, reguladores expandiram de forma dramática o uso de notas de *rating* na regulação de mercados financeiros. Como resultado, reguladores de mercados financeiros efetivamente determinaram que instituições de todos os tipos considerassem os *ratings* das NRSROs como passo necessário para observância à lei. Algumas regras exigiam que certos investidores só pudessem comprar títulos com notas de *rating* altas. Outras regras reduziram requisitos de capital para instituições que comprassem títulos com notas altas. Sem uma nota de *rating* alta, o emissor do título não podia acessar certos mercados porque não tinha a ‘licença’ das NRSROs de forma a cumprir com a regulação dependente das NRSROs.”]

DARBELLAY, Aline; PARTNOY, Frank. Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. *University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2042111>>. Acesso em 05.02.2014. Abril 2012, p. 3 e 4.

Ainda, a lei presta-se a minorar problemas de conflito de interesse (por exemplo, no caso da previsão de desvinculação da remuneração de certos membros da administração em relação aos resultados financeiros da firma), para manter a independência da agência em relação ao contratante do serviço.

Quanto à orientação política do legislador norte-americano pela utilização da agência de *rating* como *gatekeeper* em estratégia regulatória, a Lei Dodd-Frank emprega o esquema típico de atribuir ao *gatekeeper* deveres e responsabilidades por ilícitos em que o beneficiário principal da infração não será ele. Assim, ao longo de todo o subtítulo C, impõe-se extensivamente regras prescritivas de deveres, a exemplo dos deveres de revisar notas em certas condições de saída de empregado e de comunicar a SEC determinadas hipóteses de alteração do quadro trabalhista. Em matéria de aplicação da lei, atribui-se à SEC autoridade para elaborar as regras sobre as sanções aplicáveis em caso de ilícitos cometidos pelas agências de *rating*.

Por fim, no sentido de contribuir para o impedimento de condutas ilícitas e para o *enforcement*, a concessão da nota passa a ser cercada de medidas que permitam a análise ou revisão da adequação de sua formulação (caso do dever da agência de *rating* de estruturar controles internos quanto à fixação e observância de um processo de concessão de nota). Impõe-se, também, a maior transparência dos métodos utilizados para concepção da nota (como no caso das regras a serem elaboradas pela SEC sobre a divulgação de informações que permitam ao público conhecer a metodologia empregada na atribuição). Tanto os dispositivos referentes aos controles quanto os referentes à maior transparência prestam-se a possibilitar ao regulador e ao público aferir a precisão do *rating* atribuído. Como prevenção, facultam ao regulador e ao público examinarem previamente o modo de atuação que a agência de *rating* se propõe a empregar. Como ferramenta de imposição da lei, disponibilizam ao regulador (na esfera administrativa) e ao público (na esfera da reparação) o acesso a elementos que comprovem a ilicitude de uma conduta.

³⁵² DARBELLAY, Aline; PARTNOY, Frank. Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. *University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2042111>>. Acesso em 05.02.2014. April 2012, p. 16, nota de rodapé 37.

3.2 DEBATES DOUTRINÁRIOS

A doutrina jurídica norte-americana sobre a figura dos *gatekeepers* é extensa, destacando-se o volume de artigos produzidos sobre o tema. De fato, fala-se na doutrina norte-americana em uma “teoria dos *gatekeepers*”³⁵³, em referência ao conjunto de estudos e proposições sobre o tema.

Após fase em que se explorou a significação, a função e a justificação da utilização da figura, encontram-se estudos que buscam investigar formas de aperfeiçoar sua aplicação, bem como os efeitos de diferentes métodos de utilização da figura dos *gatekeepers* para o mercado, notadamente imbuídos do intuito de solucionar problemas detectados nas crises da década de 2000.

Examinaremos, abaixo, alguns das principais discussões empreendidas pelos acadêmicos da área, de forma a ilustrar tanto estudos que contribuíram para a motivação do recurso à figura quanto trabalhos que se debruçaram sobre a forma de instrumentalização mais eficiente dos *gatekeepers*.

3.2.1 Os Efeitos *Ex Ante* e *Ex Post*

Encontra-se, na doutrina, o exame de dois vieses distintos relativos à inserção do *gatekeeper* no ordenamento jurídico e os impactos disto em função do tempo.

O primeiro aspecto envolve a escolha do legislador ou do regulador pela modalidade de norma a ser elaborada. Nesse âmbito, diz-se que determinada estratégia regulatória é *ex ante* ou *ex post* conforme a norma pretenda tratar a questão da infração antes ou depois da sua ocorrência.

O segundo aspecto versa sobre momento em que se deseja que o *gatekeeper* cumpra os deveres que lhe são impostos na norma. Nesse âmbito, considera-se *ex ante* ou *ex post* a conduta do *gatekeeper* conforme ocorra antes ou depois do ilícito.

³⁵³ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 1, nota de rodapé 5, p. 3 e p. 4, referindo-se à *well known theory of capital market gatekeeping*.

Na questão da elaboração da norma, Kraakman aponta que, quando necessário buscar formas de regulação que não envolvam o infrator direto³⁵⁴, a responsabilização de terceiros apresenta-se como uma opção de estratégia *ex ante*³⁵⁵. A razão disso é que tal ferramenta possibilita evitar a ocorrência de ilícitos, de forma desvinculada da sensibilidade do infrator direto a uma possível sanção³⁵⁶.

Há um nítido objetivo de prevenção nesta escolha, caso em que o escopo da norma é antecipar-se à ocorrência do ato e evitar a sua concretização.

Ainda no âmbito da elaboração das normas, Kraakman explica que também as estratégias legais que envolvam especificamente a responsabilização de terceiros podem ser formatadas conforme uma perspectiva *ex ante* ou *ex post*. Nesse sentido, o regime jurídico de responsabilização de terceiros pode estabelecer que estes imponham sanções aos infratores ou que colaborem com procedimentos sancionadores promovidos pelas autoridades competentes (estratégia *ex post*). Por outro lado, uma estratégia *ex ante* impõe ao terceiro o dever de coibir eventuais atos ilícitos com que venha a se deparar³⁵⁷. Na visão do autor, “(...) *gatekeeper liability can do double duty as an ex ante and an ex post enforcement strategy* (...)”³⁵⁸.

³⁵⁴ Vide nota de rodapé 261 sobre como Kraakman descreve tal hipótese.

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 57.

³⁵⁵ (...) if misconduct is sufficiently harmful, lawmakers can turn to two lands of alternative strategies. The first are “*ex post*” strategies, which increase the probability that misconduct will be prosecuted after the fact; for example, disclosure requirements that provide the grist for later lawsuits. These devices extend the technology for deterring wrongdoers directly. The second class of alternatives are “*ex ante*” strategies, which prevent or interrupt harmful conduct without regard for how wrongdoers respond to possible punishment. These ex ante strategies include official inspection, efforts to regulate activities or inputs that are precursors to misconduct, and, of course, efforts to encourage third parties to prevent misconduct. (Grifamos)

[Tradução livre: “(...) se a falha de conduta é suficientemente danosa, legisladores podem se voltar a dois tipos de estratégias alternativas. O primeiro são estratégias ‘*ex post*’, que aumentam a probabilidade que a conduta será processada após o fato; por exemplo, exigências de prestação de informações que fornecem elementos para ações judiciais mais tarde. Estas ferramentas ampliam a tecnologia para dissuadir infratores diretamente. A segunda classe de alternativas são estratégias ‘*ex ante*’, que previnem ou interrompem a conduta danosa sem levar em consideração como o infrator responde a possíveis punições. Estas estratégias *ex ante* incluem inspeção oficial, esforços para regular atividades ou atos precursores à infração, e, é claro, esforços para encorajar terceiros a prevenir delitos.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 57

³⁵⁶ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 57.

³⁵⁷ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 57.

³⁵⁸ [Tradução livre: “(...) a responsabilização do *gatekeeper* pode exercer dupla função, como estratégia de aplicação da lei *ex ante* e *ex post*.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 101.

Também na seara das considerações sobre a construção das normas, compara-se a modalidade de responsabilização de terceiros utilizando a figura dos *whistleblowers* em contraste com a modalidade que se vale dos *gatekeepers*:

*In general, third-party strategies can exploit private enforcement information ex ante in two ways: by disclosing it to enforcement officials or potential victims or by relying on private monitors themselves to take obstructive action short of direct disclosure. The whistleblower and gatekeeper strategies illustrate, respectively, each of these mechanisms. (...)*³⁵⁹

Tem-se na lição de Kraakman, que a opção por uma ou outra destas modalidades permite a construção de estratégia *ex ante*, na medida em que tais figuras podem se valer das informações obtidas no curso de suas atividades para prevenir condutas ilícitas³⁶⁰.

Adentrando o exame da *função* exercida pelos profissionais e instituições qualificados como *gatekeepers*, a intervenção destes ocorre em dois momentos distintos da atividade de controle sobre os ilícitos, a atuação *ex ante* e a atuação *ex post*. Nesse campo, examina-se a atuação da figura antes e depois da realização da conduta ilícita.

Na atuação *ex ante*, compete ao *gatekeeper*, em sua atividade de monitoramento, obstaculizar a realização de condutas contrárias ao ordenamento jurídico. Isso porque, ao estruturar, participar de ou analisar um negócio, conforme a sua área específica de prestação de serviços no mercado de valores mobiliários, o *gatekeeper* poderá se retirar da operação³⁶¹, não conceder as declarações e certificações

³⁵⁹ [Tradução livre: “De forma geral, estratégias com terceiros podem explorar informação privada na aplicação da lei *ex ante* de duas formas: apresentando a informação para as autoridade ou vítimas potenciais ou confiando que os próprios monitores privados tomarão medidas obstrutivas, exceto apresentar a informação. As estratégias utilizando o *whistleblower* e o *gatekeeper*, ilustram, respectivamente, cada um destes mecanismos. (...)”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 58.

³⁶⁰ O autor desenvolve mais a fundo a questão questionando porque não preferir o *whistleblower*, se tanto ele quanto o *gatekeeper* prestam-se à prevenção, mas o *whistleblower* pode reportar o ato ilícito diretamente às autoridades, enquanto o *gatekeeper* deverá buscar que este não se concretize. O tema é extenso e foge do escopo do presente trabalho, mas, a título de resumo, Kraakman identifica que o *whistleblowing* comporta alguns problemas, dentre eles: a aversão social à delação, os custos para o *whistleblower* defender-se da acusação que fará, e o incentivo gerado para que as partes que forem objeto do escrutínio do *whistleblower* escondam informações deste.

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 58-60.

³⁶¹ *In the usual case where gatekeepers and enforcement targets transact, gatekeepers can disrupt misconduct either by refusing to transact with would be wrongdoers at all or by refusing requests by wrongdoers for illicit or substandard performance during the course of a broader transaction.*

[Tradução livre: “No caso habitual onde o *gatekeeper* e o objeto da norma negociam, *gatekeepers* podem interromper a conduta ilícita seja se recusando categoricamente a negociar com o possível infrator, seja

que a lei exige para a perfectibilização do negócio³⁶², apontar para os administradores do emissor os problemas que necessitam de regularização³⁶³, dentre outras medidas para inviabilizar a concretização do ato ilícito.

Embora a atuação *ex ante* contenha o apelo de um caráter preventivo, a atuação *ex post* é de igual relevância. Assim destaca Laby: “*Gatekeepers, however, also engage in ex post monitoring designed to uncover misconduct after it occurs, initiate an investigation, and report the misconduct or take enforcement measures.*”³⁶⁴.

Há, nisso, o papel de revisão das atividades já empreendidas, o que torna possível detectar e tomar as medidas cabíveis após a constatação do ilícito. Exemplificativamente, há o dever previsto no Artigo 10A do *Securities and Exchange Act of 1934* de o auditor informar a SEC quando encontrar ilícitos que afetem de forma substancial as demonstrações financeiras de um emissor³⁶⁵. Coffee menciona, ainda, a possibilidade (mesmo que raramente utilizada, segundo o autor) do auditor, como *gatekeeper*, revogar a certificação concedida para uma demonstração financeira em caso de detecção de irregularidades³⁶⁶.

negando pedidos pelo infrator para prestar serviços de forma ilícita ou abaixo dos padrões no curso de uma operação mais ampla.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 62-63.

Como no caso das agências de *rating*, que podem não conceder a nota desejada pelo cliente ou abster-se de produzir relatório.

³⁶² For example, a fraudulent securities transaction that collapses for lack of an unqualified audit letter fails because the missing letter is a “red flag”. The uncooperative accountant has indirectly sent a warning without blowing the whistle. (...).

[Tradução livre: “Por exemplo, um negócio com valores mobiliários fraudulento que entra em colapso por falta de uma carta da auditoria sem ressalvas falha porque a carta faltante é uma ‘bandeira vermelha’. O contador não cooperativo mandou indiretamente um aviso sem tocar o apito. (...)”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 58.

³⁶³ A exemplo do dever de *up-the-ladder reporting* imposto aos advogados de mercado de valores mobiliários norte-americanos previsto pelo Artigo 307 da Lei Sarbanes-Oxley. Vide nota de rodapé 297 no item 3.1.1 deste trabalho.

³⁶⁴ [Tradução livre: “Gatekeepers, contudo, também atuam no monitoramento *ex post* formulado de forma a descobrir infrações após a ocorrência destas, a iniciar uma investigação e a relatar a infração ou tomar medidas para aplicação da lei.”]

LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009, p. 123.

³⁶⁵ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 324.

³⁶⁶ Section 10A of the Securities Exchange Act of 1934 requires the auditor of a public company to notify the Commission where the auditor discovers an “illegal act [that] has a material effect on the financial statements of the issuer” and management and the board of the issuer have not taken “timely and appropriate remedial action” after notification by the auditor. See 15 U.S.C. § 78(j)(A) (2000). Since its adoption in 1995, this provision has been seldom, if ever, employed. (...)

[Tradução livre: “O Artigo 10A do *Securities Exchange Act of 1934* exige que o auditor de uma companhia aberta notifique a Comissão se o auditor descobrir um ‘ato ilegal [que] tenha efeito substancial nas demonstrações financeiras do emissor’ e a diretoria e o conselho de administração do

Pelo exposto acima, conclui-se que o *gatekeeper* posiciona-se como um monitor eficiente para o mercado de valores mobiliários, visto que sua participação e seus controles são impostos durante um longo período sobre uma operação específica. O amplo espectro temporal em que tais profissionais e instituições se fazem presentes e em que devem exercer suas atividades manifestam-se como um dos benefícios da utilização dos *gatekeepers* no monitoramento e na aplicação do ordenamento jurídico.

3.2.2 A Imposição de *Strict Liability*

Na lição de Kraakman sobre o regime jurídico dos Estados Unidos, a “escada de culpabilidade” aplicável a terceiros que detêm deveres de monitoramento no mercado de valores mobiliários observa a seguinte ordem: o padrão de *scienter*, de *negligence* e de *strict liability*³⁶⁷.

Tais critérios clássicos vêm sendo objeto de atenção pela doutrina no tocante à atribuição de responsabilidade ao *gatekeeper* em casos de ilícito³⁶⁸. A tendência comum que se verifica é que “*Scholars are now moving beyond reputation to debate how to create incentives for optimal gatekeeper conduct.*”³⁶⁹ Com este intuito, investiga-se como o emprego dos diferentes requisitos de responsabilização pode direcionar a figura a atuar em sua forma mais eficiente.

De um lado, autores como Kraakman³⁷⁰ e Choi³⁷¹ e exploram a utilização de regimes dependentes da comprovação do *negligence* para a responsabilização do

emissor não tiverem tomado ‘ações pontuais e apropriadas para remediar’ o ato após a notificação do auditor. Veja-se 15 U.S.C. § 78(j)(A) (2000). Desde sua adoção em 1995, este dispositivo foi raramente usado, se alguma vez o foi. (...)”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 324, nota de rodapé 66.

³⁶⁷ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 83-84.

³⁶⁸ *One of the omnipresent dilemmas in securities law is the extent to which capital-market intermediaries should be held liable for fraud committed by public companies.*

[Tradução livre: “Um dos dilemas onipresentes nas leis sobre valores mobiliários é em que medida os intermediários de mercado de capitais devem ser responsabilizados por fraudes cometidas por companhias abertas.”]

HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p.109.

³⁶⁹ [Tradução livre: “Juristas estão agora indo além da reputação para debater como criar incentivos para a conduta ótima do *gatekeeper*.”]

PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 375.

³⁷⁰ O autor examina a situação dos *underwriters*, para quem entende que uma regulação baseada nos moldes do Artigo 11 da *Securities Act of 1933* é adequada, utilizando um *due care* ou *negligence standard*.

Leciona o autor que: *Section 11 employs a peculiarly emphatic form of the due care standard. To escape liability, its gatekeepers must affirmatively prove that they conducted a “reasonable investigation” of the issuer’s representations—conventionally termed “doing due diligence”—on behalf of prospective investors.*

[Tradução livre: “O Artigo 11 emprega uma forma peculiarmente enfática de padrão de *due care*. Para escapar da responsabilidade, seus *gatekeepers* devem provar afirmativamente que conduziram uma ‘investigação razoável’ das informações dos emissores – o que convencionalmente se chama de ‘fazer *due diligence*’ – em representação aos futuros investidores.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 82.

Ainda, aponta as vantagens na adoção de tal medida:

Investors might gain from this additional assurance about underwriter performance in at least three ways. First, due diligence creates an industry standard for the quality, and presumably the value, of underwriter monitoring efforts. The fact that these efforts are largely supervised by another set of intermediaries, specialized law firms, gives them added credibility. Second, in the event of a dramatic failure by an issuer, investors can rely on a standard investigation—a civil trial—to review the underwriter’s performance directly. But third, and most important, investors can rely on direct compensation in lieu of the uncertain hostage of reputational injury to guarantee those aspects of underwriter performance that Section 11 reaches. Considered as a penalty, potential liability under Section 11 far exceeds standard underwriting commissions on single issues and presumably exceeds the reputational losses that would otherwise accompany issue failures as well. It keys the underwriter’s incentive directly to investor losses in precisely the circumstances in which issues are most likely to have failed as a result of gross incompetence or collusion between underwriters and fraudulent issuers. Thus, Section 11 not only raises underwriter penalties but also focuses them on the kinds of dramatic failures that result from end-game strategies and are therefore least vulnerable to reputational control.

[Tradução livre: “Investidores podem ganhar com essa segurança adicional sobre o desempenho do *underwriter* de pelo menos três modos. Primeiro, a *due diligence* cria um padrão de qualidade para indústria e, presumivelmente, para o valor, dos esforços de monitoramento do *underwriter*. O fato que esses esforços são amplamente supervisionados por outro conjunto de intermediários, escritórios de advocacia especializados, dá a eles credibilidade adicional. Segundo, no caso de uma falha dramática do emissor, investidores podem confiar em uma investigação padrão – um processo civil – para revisão o desempenho do *underwriters* diretamente. Em terceiro lugar, e de forma mais importante, investidores podem confiar na compensação direta ao invés da incerteza da captura do dano reputacional para garantir aqueles aspectos da atividade do *underwriter* alcançados pelo Artigo 11. Considerada como penalidade, a possível responsabilidade do Artigo 11 excede, em grande medida, as comissões recebidas por uma única emissão e presumivelmente excede as perdas reputacionais que, de outra forma, também acompanhariam a falhar do emissor. O incentivo do *underwriter* é direcionado diretamente para as perdas dos investidores nas circunstâncias precisas em que as emissões tem mais possibilidade de falhar em razão de incompetência grosseira ou de colusão entre os *underwriters* e os emissores fraudulentos. Assim, o Artigo 11 não aumenta somente as penas do *underwriter*, mas também foca no tipo de falha dramática que resulta de estratégias de final de jogo e que são, portanto, menos vulneráveis ao controle reputacional.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 98-99.

³⁷¹ O autor propõe um *self-tailored regime*, um regime sob medida, em que a regulação promova incentivos de mercado para que os intermediários atuem melhor em suas atividades de certificação.

Under self-tailored liability, as with private contract, intermediaries may specify the type of due diligence procedures to which they are bound. Self-tailored liability, however, is more than private contract. Through self-tailored liability, regulators may allow intermediaries to choose from a range of different criminal penalties as well as invoke public enforcement and monitoring. Regulators may also design a self-tailored system to publicize the different screening procedures selected to aid the development of standardized procedures. As well, intermediaries under a self-tailored system may choose to bind themselves to particular procedures and penalties for future clients in ways not possible through contract. In the securities market context, for instance, this Article recommends doing away with due diligence liability for underwriters and instead allowing underwriters to set their own level of liability with government regulators. Self-tailored liability both helps underwriters bond themselves to screening faithfully for fraud while harnessing market-based incentives to determine the level of liability and potentially reducing frivolous law suits.

[Tradução livre: “No regime de responsabilidade sob medida, como com contratos privados, os intermediários podem especificar o tipo de procedimento de *due diligence* a que ficam vinculados.

*gatekeeper*³⁷². Também Hamdani advoga em favor da utilização de um requisito tradicional, o *scienter*, como regime preferencial, ainda que não único, para implicar terceiros em fraudes no mercado de capitais³⁷³.

De outro, avalia-se em que medida os padrões de culpabilidade tradicionalmente preferidos pelo regime jurídico norte-americano (seja na lei posta, seja nos precedentes judiciais) de *negligence*³⁷⁴ e de *scienter*^{375 376} prejudicariam a adequada

Responsabilidade sob medida, contudo, é mais do que contratação privada. Através da responsabilidade sob medida, reguladores podem permitir que os intermediários escolham de uma grade de diferentes penalidades criminais, assim como buscar a aplicação pública da lei e o monitoramento. Reguladores podem também formatar um sistema sob medida para divulgar diferentes formas de investigação selecionadas para ajudar no desenvolvimento de procedimentos padronizados. Ainda, intermediários sob um sistema sob medida podem escolher se vincular a procedimentos particulares e penalidades em relação a futuros clientes de formas não possíveis através do contrato. No contexto do mercado de valores mobiliários, por exemplo, este Artigo recomenda se livrar da responsabilidade com base na *due diligence* para os *underwriters*, e, ao invés disso, permitir que os *underwriters* estabeleçam o próprio grau de responsabilidade com reguladores de mercado. Responsabilidade sob medida ajuda tanto os intermediários a vincularem a si mesmos à detecção da fraude mediante o fornecimento de incentivos com base no mercado para determinar o grau de responsabilidade, quanto, potencialmente, reduzir processos judiciais frívolos.”]

CHOI, Stephen. Market Lessons for Gatekeepers. *Northwestern University Law Review*, v. 92, n. 3, 1998, p. 918-919.

³⁷² O *due care* a que Kraakman se refere acima é a conduta esperada de uma parte para que ela não sofra responsabilização por *negligence*. Nesse sentido, explica Shavell que:

By definition, under the negligence rule all that an injurer needs to do to avoid the possibility of liability is to make sure to exercise due care if he engages in his activity.

[Tradução livre: “Por definição, em uma regra de negligência tudo o que um causador de dano precisa para afastar a responsabilidade é ter certeza de exercer o *due care* se ele se engajar em alguma atividade.”]

SHAVELL, Steven. Strict liability versus Negligence. *Journal of Legal Studies*, Jan. 1980, v. 9(1), p. 2.

A *due diligence* mencionada por Choi diz respeito à investigação ativa a ser conduzida para provar o *due care* e afastar o *negligence*, conforme já examinada por Kraakman na nota de rodapé 370 acima.

³⁷³ *Gatekeepers should generally be subject to liability under the broad definitions of Rule 10b-5, but under a narrow, knowledge-based standard.*

[Tradução livre: “*Gatekeepers* deveriam, de forma geral, ser submetidos à responsabilidade sob as definições amplas da Regra 10b-5, mas observando um padrão mais estreito, baseado na ciência.”]

HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 115.

No esquema de *mixed regime* proposto pelo autor, enquanto o *scienter* deve ser a regra geral, a imposição de regras impositivas de deveres e de proibições pelo regulador ou de outros padrões de responsabilização podem ser utilizados em casos específicos. Aprofundaremos a análise do entendimento específico do autor quanto ao *strict liability* ao final do presente item. HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 115-117.

³⁷⁴ *Negligence*, na lição de Hamdani consistiria em:

[...] standards under which gatekeepers will be held liable for client misconduct only when they fail to comply with a standard of conduct set by the government--either by courts (under negligence) or by regulators (under some form of regulation).

[Tradução livre: “[...] padrões sobre os quais os *gatekeepers* são considerados responsáveis pela infração do cliente somente quando falharam em observar um padrão de conduta estabelecido pelo governo—seja pelos tribunais (sob a forma de negligência), seja pelos reguladores (sob alguma forma de regulação).”]

HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 59.

³⁷⁵ Uma definição de *scienter* nos termos de decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos seria *a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud*.

[Tradução livre: “um estado mental aceitando a intenção de enganar, manipular ou fraudar.”]

aplicação da lei às instituições envolvidas³⁷⁷. Assim, caberia avaliar que efeitos uma possível imposição de um regime de *strict liability* teria sobre a atuação dos *gatekeepers*.

O conceito de *strict liability* é multifacetado, consistindo, em termos gerais, em uma modalidade de responsabilização da *common law* em que uma parte deve indenizar a outra independentemente de seu estado mental ou volitivo ou da conduta perpetrada³⁷⁸. Exemplo disso é o Artigo 11 do *Securities Act* de 1933, que impõe *strict liability* ao

Conforme *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976) *apud* COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*, 6. ed., Nova Iorque, Aspen Publishers, 2009, p. 672.

Acrescenta Partnoy que *Federal courts generally have held that the scienter requirement is satisfied by proof of recklessness or an extreme departure from the applicable standard of care.*

[Tradução livre: “Tribunais federais geralmente sustentam que o requisito de *scienter* é satisfeito pela prova de imprudência ou um afastamento extremo dos padrões de cuidado aplicáveis.”]

PARTNOY, Frank. *Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 516.

³⁷⁶ Como exemplo, a prova de *scienter* é exigida (com base em precedente judicial) para a imposição de responsabilidade ao emissor no caso de infração à Regra 10b-5 da SEC. COFFEE, JR., John C.. *Partnoy’s Complaint: A Response. Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 378.

A Regra 10b-5 da SEC versa sobre fraudes na compra e venda de valores mobiliários. A regra encontra-se positivada no Artigo 240.10b-5 do *Code of Federal Regulations*.

³⁷⁷ Como aponta Partnoy, *The current fault-based regime is costly and ineffectual.*

[Tradução livre: “O regime atual baseado na culpa é caro e ineficiente.”]

PARTNOY, Frank. *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 375.

³⁷⁸ Sobre o aspecto da imposição obrigatória da responsabilização, destaca Polinsky que: *The rule of strict liability shifts the victim’s harm to the injurer regardless of the injurer’s behavior (...).*

[Tradução livre: “A regra do *strict liability* transfere o dano da vítima para o causador do dano sem se importar com a conduta deste (...).”]

POLINSKY, A. Mitchell. *Liability vs. Negligence in a Market. The American Economic Review*, v. 70, n. 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Second Annual Meeting of the American Economic Association* (May, 1980). Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1815499?origin=JSTOR-pdf>>. Acesso em: 10.03.2014. p. 363.

Sobre a extensão da responsabilização, anota Shavell (em estudo focado em questões acidentárias) que: *Under strict liability, an injurer is assumed to pay for all accident losses suffered by victims of accidents in which he is involved.*

[Tradução livre: “Em um regime de *strict liability*, o causador do dano deve pagar todas as perdas com o acidente sofridas pelas vítimas dos acidentes em que ele se envolver.”]

SHAVELL, Steven. *Strict liability versus Negligence. Journal of Legal Studies*, Jan. 1980, v. 9(1), p. 10.

Sobre a comparação em relação ao regime de *negligence*, aponta Epstein que:

The development of the common law of tort has been marked by the opposition between two major theories. The first holds that a plaintiff should be entitled, prima facie, to recover from a defendant who has caused him harm only if the defendant intended to harm the plaintiff or failed to take reasonable steps to avoid inflicting the harm. The alternative theory, that of strict liability, holds the defendant prima facie liable for the harm caused whether or not either of the two further conditions relating to negligence and intent is satisfied.

[Tradução livre: “O desenvolvimento do *tort* da *common law* foi marcada pela oposição entre duas grandes teorias. A primeira defende que um reclamante deveria ter o direito de, à primeira vista, recuperar os danos que o réu causou a ele somente se o réu tinha a intenção de causar danos ao reclamante ou se falhou em tomar providências necessárias para evitar causar o dano. A teoria alternativa, da *strict liability*, defende que o réu é, à primeira vista, responsável pelo dano causado estejam ou não as duas condições anteriores relacionadas à negligência e à intenção satisfeitas.”]

EPSTEIN, Richard A.. *A Theory of Strict Liability. The Journal of Legal Studies*, v. 2, n. 1 (Jan., 1973), p. 152.

emissor em caso do material de registro da oferta conter falsa declaração ou omissão substanciais³⁷⁹.

Dentre as vantagens de se aplicar um regime de *strict liability* ter-se-ia que:

*(1) strict liability gives the gatekeeper greater incentive to take precautions and exercise due diligence; (2) strict liability induces the gatekeeper to limit its level of activity, for example, by rejecting overly risky corporations as clients; and (3) strict liability spares both courts and regulators the need to descend into the Serbonian bog of defining precise standards of care, thereby reducing transaction costs and increasing predictability.*³⁸⁰

A questão é polêmica, lembrando Hamdani que “Typically, gatekeepers do not face strict liability even when their clients are subject to strict liability for their misconduct.”³⁸¹ Nessa linha, Coffee destaca alguns problemas que o *strict liability* típico pode gerar ao profissional ou instituição sob a qualificação de *gatekeeper*. Partindo do cenário que ocorreria um aumento da remuneração cobrada de forma a cobrir o risco incorrido pelo *gatekeeper*, esperam-se diversos reflexos³⁸².

De início, pode ocorrer o nivelamento dos valores praticados, uma vez que pode ser difícil distinguir os clientes honestos dos delinquentes por ocasião da

³⁷⁹ Coffee identifica o seguinte exemplo da aplicação do *strict liability* na regulação de mercado de valores mobiliários norte-americano:

Section 11 of the Securities Act of 1933 creates strict liability for the issuer (but grants a variety of affirmative defenses to secondary participants) if the registration statement contains a material misstatement or omission of which the purchaser was unaware. See 15 U.S.C. § 77(k).

[Tradução livre: “O Artigo 11 do *Securities Act of 1933* cria *strict liability* para o emissor (mas concede uma variedade de defesas afirmativas para participantes secundários) se a documentação de registro contiver incorreção substancial ou omissão da qual o comprador não tinha conhecimento. Vide 15 U.S.C. § 77(k).”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 335, nota de rodapé 102.

³⁸⁰ [Tradução livre: “(1) O *strict liability* dá ao *gatekeeper* maior incentivo para tomar precauções e exercer o *due diligence*; (2) o *strict liability* induz o *gatekeeper* a limitar seu patamar de atividades, por exemplo, rejeitando companhias excessivamente arriscadas como clientes; e (3) o *strict liability* preserva tanto tribunais quanto reguladores da necessidade de descer na areia movediça da Serbonia para definir padrões precisos de cuidado, portanto reduzindo custos de transação e aumentando a previsibilidade.”]

Esta sistematização de vantagens foi elaborada por Coffee com base nos pontos de concordância identificados tanto na doutrina a favor do *strict liability* (exemplificada pela doutrina de Partnoy) quanto na doutrina contrária (exemplificada pela doutrina de Hamdani).

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 347.

³⁸¹ [Tradução livre: “Tipicamente, *gatekeepers* não são submetidos ao *strict liability* nem mesmo quando seus clientes estão sujeitos ao *strict liability* por sua infração.”]

Typically, gatekeepers do not face strict liability even when their clients are subject to strict liability for their misconduct.”

HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 105.

³⁸² COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 347.

contratação³⁸³. Os custos da prestação de serviços aumentariam para todos os clientes, diante de tal dificuldade de seleção a ser enfrentada pelo *gatekeeper*.

Nota, também, o autor que a condenação em uma ação de responsabilização civil levaria o *gatekeeper* a ter que arcar com os eventuais valores de indenização de forma solidária com o emissor. A reação do *gatekeeper* seria impor estruturas contratuais em que seus clientes cobrissem possíveis perdas, aumentando o valor cobrado pela prestação de serviços³⁸⁴. A contratação poderia ser inviabilizada diante de valores que podem perfazer bilhões³⁸⁵.

Ainda, a possibilidade da quebra motivada por problemas de um cliente poderia esvaziar o mercado de prestação de tais serviços, sendo substituídas por instituições de menor credibilidade, estruturadas de forma pouco avessa aos riscos de encerramento de suas atividades e da responsabilização³⁸⁶.

Por fim, ações judiciais intentadas de forma oportunista poderiam gerar diversas perdas ao *gatekeeper*. A instituição processada enfrenta a queda em seu valor de mercado e, em consequência disto, até mesmo a possibilidade de quebra. A litigância oportunista serve, assim, de incentivo para forçar o *gatekeeper* a transacionar para encerrar o processo³⁸⁷.

Estes e outros impactos possíveis levaram Frank Partnoy e John Coffee a elaborarem duas propostas diferentes de aplicação do *strict liability*, mediante certos ajustes e observadas gradações e limitações em seu padrão original³⁸⁸. Nesta linha, para a eficiente responsabilização dos *gatekeepers*, poderia o *strict liability*, com algumas adaptações, ser o critério ideal a ser utilizado?

³⁸³ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 347.

³⁸⁴ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 348.

³⁸⁵ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 348.

³⁸⁶ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 348.

³⁸⁷ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 349.

³⁸⁸ Antes de empreendermos a revisão de alguns dos principais estudos sobre o tema em análise, é importante destacar que a avaliação da questão do *strict liability* possui duas implicações diretas: em relação à reparação civil e em relação à imposição de sanções pelo regulador. Para o presente estudo, pelo corte metodológico já exposto, a questão da indenização não é objeto de enfoque. Em contrapartida, a discussão traz importantes repercussões para o presente estudo na medida em que o *standard* adotado poderá servir também ao regulador na aplicação de sanções administrativas. Embora as ilustrações utilizadas pela doutrina recorram mais frequentemente a situações de reparação civil, entendemos não haver prejuízo a que se examine e, eventualmente, venha-se a estender, no campo da responsabilização administrativa, as implicações da opção.

Em 2001, Partnoy manifesta a sua proposição, que denomina de *modified strict liability*. Sua proposta, aplicável a fraudes em ofertas, haveria um teto estabelecido negocialmente na contratação pelo emissor do valor mobiliário e divulgado publicamente, pelo qual o *gatekeeper*, em caso de conduta ilícita do cliente, poderia ser chamado a indenizar³⁸⁹. A parcela mínima da participação do *gatekeeper* na indenização poderia ser a remuneração recebida pelo *gatekeeper* pelo serviço prestado ou um percentual mínimo imposto pela regulação³⁹⁰.

As repercussões financeiras do arranjo seriam de interesse tanto do *gatekeeper* quanto de seu cliente emissor e dos investidores. Isso porque o *gatekeeper* pode negociar, de antemão, o montante envolvido, e adquirir seguro para cobri-lo³⁹¹. Para o cliente e investidores, a seu turno, resolve-se a questão do aumento geral que o *strict liability*, em sua forma típica, poderia causar na remuneração de serviços desta natureza³⁹².

De forma geral, o autor entende que sua proposta ataca dois problemas, atuais da regulação da figura. Primeiramente, enfrenta os custos relacionados à prova da realização de *due diligence* como excludente de ilicitude e os custos da necessidade de se avaliar a conduta do *gatekeeper* para a aferição de sua responsabilidade³⁹³, que

³⁸⁹ *Under the proposed regime, gatekeepers would be strictly liable for any securities fraud damages paid by the issuer pursuant to a settlement or judgment. Gatekeepers would not have any due diligence based defenses for securities fraud. Instead, gatekeepers could limit their liability by agreeing to and disclosing a percentage limitation on the scope of their liability for the issuer's damages.*

[Tradução livre: “Sob o regime proposto, os *gatekeepers* seriam objetivamente responsáveis por quaisquer danos em fraudes envolvendo valores mobiliários pagos pelo emissor em transação ou julgamento. Os *gatekeepers* não teriam qualquer excludente baseada em *due diligence* em fraudes com valores mobiliários. Ao invés disso, os *gatekeepers* poderiam limitar sua responsabilidade contratando e divulgando um percentual limitador do alcance de sua responsabilidade pelos danos do emissor.”]

PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 492.

³⁹⁰ PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 492.

³⁹¹ PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 543.

O autor aponta ainda uma vantagem da adoção de seu modelo em relação à contratação de seguro: *The advantage of a modified strict liability regime is that it reduces the cost of insurance, both by and for gatekeepers, by eliminating the costs associated with adjudicating gatekeepers defenses.* PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 545.

³⁹² *Put more strongly, a strict liability regime would make the gatekeeping function so costly that no one would engage in the function and the market for securities issues would collapse.* PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 545.

³⁹³ Em artigo posterior, Partnoy assim aprofunda o problema de tais custos:

This argument holds that strict liability is superior to negligence, because-put in this context-strict liability forces a gatekeeper to take measures to prevent issuer misconduct without requiring a costly inquiry into whether the gatekeeper satisfied inexact standards of conduct (i.e., reasonable care or due diligence defenses).

deixam de existir com a imposição do *Modified Strict Liability*³⁹⁴. Ainda, enfrenta o problema da crescente redução da confiabilidade dos serviços prestados pelos *gatekeepers*, ainda que os custos sociais³⁹⁵ relacionados ao recurso aos *gatekeepers* no mercado de capitais continuem subindo³⁹⁶.

Em 2004, Coffe propõe a abordagem que denomina de *Stricter Liability*. Em seus termos, o *gatekeeper* acresceria à função de certificação, a de segurador de eventuais danos causados. O intuito desta medida é dissociar a atuação do *gatekeeper* da questão do aferimento de sua responsabilidade, de modo a não onerar o setor de prestação destes serviços³⁹⁷.

O *Stricter Liability* seria operacionalizado mediante a contratação de seguro para o *gatekeeper* para cobrir indenizações a que for condenado. A apólice teria limite mínimo, baseado em dado múltiplo da maior renda anual recebida pelo *gatekeeper* de seu cliente em um certo período temporal. Tal seria o valor com que o *gatekeeper* contribuiria para o pagamento de indenização, independentemente do valor total de danos causados pelo infrator primário, o cliente³⁹⁸.

O autor exemplifica sua proposta com base na Andersen, auditoria prestadora de serviços de auditoria independente à Enron, por ocasião da crise de 2001/2002³⁹⁹. A Andersen recebeu de seu cliente no último ano de prestação de serviços

[Tradução livre: “O argumento sustenta que o *strict liability* é superior ao *negligence*, pois –colocado desta forma – o *strict liability* força o *gatekeeper* a tomar medidas para prevenir infrações pelo emissor sem exigir uma investigação custosa sobre se o *gatekeeper* satisfaz ou não padrões inexatos de conduta (por exemplo, as excludentes de *reasonable care* ou de *due diligence*).”]

PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 367-368, nota de rodapé 13.

³⁹⁴ PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p.492-493.

³⁹⁵ Exemplo dos custos sociais atacados pela proposta é a excludente de ilicitude baseada no dever de *due diligence*. Para o autor: *My hope is that even scholars who are not sympathetic to this solution will recognize that imposing gatekeeper liability through a due diligence approach generates unwarranted costs.*

[Tradução livre: “Minhas esperança é que mesmo acadêmicos que não sejam simpáticos a esta solução vão reconhecer que impor responsabilidade ao *gatekeeper* mediante uma abordagem que utilize o *due diligence* gera custos não cobertos.”]

PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p. 540.

³⁹⁶ PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001, p.493.

³⁹⁷ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 349.

³⁹⁸ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 349.

³⁹⁹ Vide item 1.1.1 deste trabalho sobre a referida crise.

o valor de US\$ 52 milhões. Considerando como dez o multiplicador, a Andersen deveria buscar seguro para responder por indenizações até US\$ 520 milhões⁴⁰⁰.

Em contraposição à proposta de Partnoy, Coffee aponta que: (i) sua proposta tem base na regulação, e não no contrato entre *gatekeeper* e cliente; (ii) Partnoy tem por piso um percentual dos prejuízos a serem ressarcidos, enquanto Coffee recorre a múltiplo da maior renda anual obtida pelo *gatekeeper* durante certo tempo; e (iii) os danos a serem pagos na forma da proposta de Partnoy ainda podem gerar a quebra do *gatekeeper*, enquanto a obrigação de segurar com limite em múltiplos da renda anual dificilmente teria tal implicação⁴⁰¹.

Coffee explana suas razões para afastar a base contratual do limite à responsabilização do *gatekeeper*⁴⁰². De início, poderia haver alinhamento de teto praticado pelos *gatekeepers* de certas áreas, como no caso das empresas de auditoria, cujo mercado é restrito a poucas instituições. Sobre a importância da divulgação dos montantes contratados entre *gatekeeper* e emissor, esta seria minorada em caso de bolhas, quando investidores podem desconsiderar a informação de que teto foi imposto pelo contrato como limite à responsabilização. Por fim, poderia haver interesse por parte do cliente em manter o limite de responsabilização do *gatekeeper* baixo, de forma a permitir que este possa ser persuadido a compactuar com determinada conduta praticada pelo cliente.

Ainda, o autor entende que a diferença substancial entre as propostas reside em sua opção pelo impedimento à realização da conduta ilícita (isto é, pelo *deterrence*). A proposta de Partnoy levaria o *gatekeeper* a arcar com valor maior dos *social costs* causados pelo ilícito, o que, em tese, conduziria a maiores controles e prevenção por parte do agente⁴⁰³ em relação ao *Stricter Liability*. Todavia, poderia gerar também os efeitos de quebra e de êxodo de tais profissionais da atividade. Acresce a isso que a prevenção extrapola sua função ao apenas desviar a responsabilidade pelos custos do cliente para o *gatekeeper* se não for utilizada também no intuito de prevenir condutas.

⁴⁰⁰ Em relação à realidade, Coffee nota que US\$ 520 milhões é um valor significativo, mas não é a perda de US\$ 80 bilhões de valor de mercado que recaiu sobre a Enron (emissora) e que a Andersen (empresa de auditoria), como *gatekeeper*, em um regime de *strict liability*, poderia ser levada a arcar em sua totalidade. COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 350.

⁴⁰¹ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 350-351.

⁴⁰² COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 351.

⁴⁰³ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 351.

Pela proposta de Coffee, o problema da dissuasão seria suficientemente enfrentado mediante a imposição de sanção que exceda a remuneração almejada com a fraude⁴⁰⁴. Tal medida seria bastante em casos como dos auditores independentes, em que a participação do agente no ilícito é consciente⁴⁰⁵.

Nas palavras do autor, sua proposta:

*[...] eliminates any intentional incentive to acquiesce in fraud and gives the gatekeeper considerable incentive to utilize all monitoring controls (including closer monitoring of its own agents) that are reasonably likely to reduce the prospect of fraud or earnings manipulation.*⁴⁰⁶

Partnoy lança ainda em 2004 resposta ao entendimento de Coffee.

O autor defende sua proposta em duas partes. Primeiramente, sustenta sua preferência por uma base contratual para o arranjo do *Modified Strict Liability*, em contraste com a base regulatória da proposta de Coffee.

Sobre o argumento de Coffee que, face ao mercado concentrado, os *gatekeepers* agiriam de forma a alinhar interesses e não a concorrer, Partnoy argumenta que o mercado tem essa característica há tempos, e ainda assim, fatores como o preço cobrado, tem sido objeto de concorrência⁴⁰⁷. Ainda, um novo fator (a possibilidade de contratar o percentual de contribuição em caso de responsabilização) poderia servir de incentivo, no caso específico das firmas de auditoria independentes, para mais empresas

⁴⁰⁴ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 351-352.

⁴⁰⁵ COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 351

⁴⁰⁶ [Tradução livre: “[...] elimina qualquer incentivo intencional para aquiescer em fraude e dá ao *gatekeeper* incentivo considerável para utilizar todos os controles de monitoramento (inclusive um monitoramento mais a fundo de seus próprios agentes) que razoavelmente tendem a reduzir a perspectiva de fraude ou de manipulação em receitas.”]

COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 352.

⁴⁰⁷ *Professor Coffee is correct that, historically, when gatekeepers have been presented with an array of liability standards, they have been very effective in agreeing on a single standard. It is not clear, however, whether the convergence is due to competition or collusion. The same firms have dominated the gatekeeping function for decades, yet competition as to certain variables, such as price, can be vigorous. Some commentators have argued that gatekeeper competition as to liability would generate a range of optimal standards.*

[Tradução livre: “Professor Coffee está correto na medida em que, historicamente, quando *gatekeepers* foram apresentados a uma série de padrões de responsabilidade, eles foram bastante eficazes em concordar com um padrão único. Não é claro, contudo, onde a convergência acontece por concorrência ou por colusão. As mesmas firmas dominaram as funções de *gatekeeping* por décadas, e, todavia, concorrência em relação a certas variáveis, como o preço, pode ser vigorosa. Alguns comentaristas defendem que a concorrência entre *gatekeepers* no campo da responsabilidade poderia gerar uma gama de padrões ótimos.”]

PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 368.

concorrerem com aquelas que atualmente dominam o mercado⁴⁰⁸. A seu turno, uma vez que o percentual é informação pública, este poderia tornar-se um elemento a mais de concorrência entre as instituições⁴⁰⁹.

Partnoy aponta também que a proposta de Coffee não é destituída de características contratuais. O *gatekeeper* pode oferecer ao mercado um limite maior de contribuição em caso de responsabilização, coberta por seguro, e, com isso, destacar-se perante a concorrência⁴¹⁰.

Sobre o problema das bolhas, Partnoy aponta que seu critério é de fácil avaliação (“(...) *one number shows strongly how the gatekeeper is willing to support an issuer’s statements and practices*”) ao contrário das informações financeiras usualmente desconsideradas pelos investidores em tais situações⁴¹¹.

Para encerrar a questão contratual, Partnoy enfrenta a suposta falta de interesse do emissor em negociar um alto percentual de responsabilidade por parte do *gatekeeper*, seja porque sua responsabilidade não é alterada, seja porque um piso reduzido de responsabilidade pode contribuir para convencer o *gatekeeper* a compactuar com certas condutas⁴¹². Sobre o primeiro problema, Partnoy assevera que maior o percentual assumido pelo *gatekeeper*, menor o valor efetivamente desembolsado pelo emissor⁴¹³. Sobre o segundo, aponta que o problema de agência se faz presente em qualquer regime de imposição de responsabilidade, de forma que a questão volta a ser qual dos critérios apresenta melhor desempenho⁴¹⁴.

Na segunda parte de sua defesa, Partnoy ataca a proposta de múltiplo da renda de Coffee, que, a seu ver, comportaria quatro dificuldades, em comparação com seu critério de percentual do valor a ser indenizado.

⁴⁰⁸ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 369.

⁴⁰⁹ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 369.

⁴¹⁰ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 369.

⁴¹¹ [Tradução livre: “[“(...) um número mostra fortemente o quanto o *gatekeeper* pretende garantir das declarações e das práticas do emissor (...).”]

PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 369.

⁴¹² PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 369.

⁴¹³ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 369-370.

⁴¹⁴ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 370.

A primeira seria que o fator escolhido por Coffee não trata dos custos sociais causados pelo delito, mas tão somente dos custos privados incorridos pelo *gatekeeper*. A fixação de um múltiplo da renda resulta em um mesmo preço a ser pago pelo ilícito, independente do dano causado. O resultado é um incentivo perverso para que se empreguem maiores esforços no tratamento de pequenos delitos e esforços insuficientes em relação a possíveis condutas mais lesivas⁴¹⁵.

O segundo ponto diz respeito a dúvidas técnicas que permeiam a opção pelo múltiplo da renda como critério de responsabilização⁴¹⁶. Destaca-se, dentre as questões possíveis⁴¹⁷, qual seria o múltiplo a ser fixado e como se daria a sua correta determinação⁴¹⁸. Em comparação, o percentual como critério é mais simples, ainda que haja variações no percentual conforme contratualmente estabelecido pelas partes, bastando aplicar o percentual sobre o valor da indenização a ser pago pelo emissor.

A terceira questão ataca as bases empíricas da assertiva de Coffee de que a proposta de Partnoy acarretaria perdas excessivamente pesadas ao *gatekeeper*. Onde o primeiro autor utiliza uma ilustração de possíveis perdas na casa dos US\$ 100 bilhões, o segundo contrapõe dados referentes a transações recentes firmadas no âmbito de *class*

⁴¹⁵ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 371.

⁴¹⁶ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 371.

⁴¹⁷ Dentre elas: *Questions and ambiguities abound. Is revenue a gross or net number? Which expenses are included? What constitutes revenue-is it merely audit fees, or does it include other consulting income from that issuer?*

[Tradução livre: “Questões e ambiguidades surgem. Receita é um número bruto ou líquido? Que gastos são incluídos? O que constitui receita – é meramente pagamento de auditorias ou inclui outras atividades de consultoria recebidas daquele emissor?”]

PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 371.

⁴¹⁸ *In addition, what would be the correct revenue multiple? Should the regulator take into account the term structure of interest rates, which would affect how large the multiple must be to deter gatekeepers weighing the expected liability cost against the discounted present value of a stream of revenue? What period of time should form the basis for the calculations? What if the revenue the gatekeeper received has been volatile-for example, what if the gatekeeper received only small payments for several years, but then received a very large fee that coincided with the issuer's fraud? Will the multiple vary itself over time, based on changes in the market environment? If the effect of bubbles is relevant, as Professor Coffee claims, should the multiple be cyclical based on investor psychology?*

[Tradução livre: “Adicionalmente, qual seria o múltiplo da receita correto? Deve o regulador levar em conta a estrutura de tempo das taxas de juros, que afetariam o quão alto o múltiplo precisa ser para dissuadir os *gatekeepers*, pesando a responsabilidade esperada contra o valor presente descontado de uma série de receitas? Que período de tempo dever integrar a base de cálculo? E se a receita recebida do *gatekeeper* tem sido volátil – por exemplo, se o *gatekeeper* recebeu apenas pagamentos pequenos por muitos anos, mas então recebeu um pagamento alto que coincidiu com a fraude do emissor? O múltiplo varia no tempo, baseado em ambiente de mercado? Se o efeito das bolhas é relevante, como sustenta o Professor Coffee, o múltiplo deve ser cíclico conforme a psicologia dos investidores?”]

PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 371-372.

actions do mercado de valores mobiliários para os anos de 2000 a 2002, nas quais a média de valores ficou entre US\$ 15 a 25 milhões⁴¹⁹. Mesmo a perspectiva de indenizações maiores esperadas para 2003 em diante não alcançariam as figuras propostas por Coffee⁴²⁰. Propõe que um exemplo de percentual de 5% sobre tais montantes não teria o condão de levar os principais *gatekeepers* à quebra⁴²¹. Em contraste, considerando a média das receitas anuais pagas às empresas de auditoria, conforme apontado em estudo, com sendo de US\$ 1,3 milhões, a aplicação do múltiplo de dez proposto por Coffee resultaria em valor (US\$ 13 milhões) quase equivalentes à integralidade dos acordos firmados⁴²².

A última e quarta questão diz respeito ao problema de seleção adversa presente na metodologia de Coffee. Na medida em que há dificuldade na obtenção de informação pelo *gatekeeper* sobre o emissor, o valor de sua prestação de serviços baseia-se na média dos custos de indenização que espera ter. Porém, considerando que o *gatekeeper* possa obter maiores informações sobre um emissor, seus serviços podem ser cobrados de forma ajustada aos danos que possa vir a ter que ressarcir oriundos da relação com tal cliente. Pela proposta de Coffee, ao aumentar o valor da remuneração cobrada, o *gatekeeper* aumenta a parcela pelo qual pode ser chamado a indenizar. Já na proposta de Partnoy, a desvinculação em relação à remuneração permite o ajuste desta e do percentual a que o *gatekeeper* se propõe a cobrir, promovendo, assim, a discriminação de preços em relação a seus contratantes⁴²³.

Coffee oferece sua réplica às considerações de Partnoy também no mesmo ano. De início, clarifica aquela que considera ser a diferença substancial entre as propostas. Coffee entende que o *strict liability* deve alcançar o *gatekeeper* ainda quando não exista responsabilidade o emissor, como no caso das fraudes em compra e venda de

⁴¹⁹ PARTNOY, Frank. *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 372.

⁴²⁰ *Professor Donald C. Langevoort estimated in early 2003 that bankers faced a total expected liability of \$20 to \$25 billion from civil lawsuits related to the recent financial frauds.*

[Tradução livre: “O Professor Donald C. Langevoort estimou no início de 2003 que banqueiros enfrentaram um total de responsabilização de \$20 a \$ 25 bilhões no total em processos civis relacionados a recentes fraudes financeiras.”]

PARTNOY, Frank. *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 373.

⁴²¹ PARTNOY, Frank. *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 373.

⁴²² PARTNOY, Frank. *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 373.

⁴²³ PARTNOY, Frank. *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 374.

valores mobiliários⁴²⁴. A proposta de Partnoy teria tratado tão somente do mercado primário⁴²⁵, enquanto “*most securities class actions are brought instead with respect to the secondary Market*”⁴²⁶. Uma vez que o envolvimento e responsabilização do emissor no mercado secundário é de difícil aferição⁴²⁷, a proposta de Partnoy cai por terra, posto que se baseia em percentual da responsabilidade do emissor, o que tende a não se fazer presente neste último mercado.

Sobre a base contratual defendida por Partnoy, Coffee entende ser contraditório com um sistema onde o *strict liability* seja obrigatório. A imposição de tal sistema em norma jurídica se faz necessária diante de problemas de custo de agência, que leva os administradores das companhias a agirem em benefício próprio. Repete, assim, o argumento de que “*corporate managers have an incentive to permit the gatekeeper to escape significant liability, because the less threatened the gatekeeper is, the more that gatekeeper will be willing to acquiesce in managerial misconduct.*”⁴²⁸

A importância da publicação do percentual de responsabilidade assumido atribuída por Partnoy carece de comprovação prática, de forma que, para Coffee, o percentual tende a ser desconsiderado como o restante do material disponibilizado ao mercado em bolhas. A seu turno, a alegada simplicidade do percentual poderia ser prejudicada pela possibilidade de negociação de regras intrincadas para a sua estipulação⁴²⁹.

⁴²⁴ COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 377.

⁴²⁵ COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 377, nota de rodapé 3, e 378.

⁴²⁶ [Tradução livre: “a maioria das ações civis públicas envolvendo valores mobiliários são intentadas, em contrapartida, em relação ao mercado secundário.”]

COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 378.

⁴²⁷ É necessário prova de *scienter*. COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 378, nota de rodapé 5.

⁴²⁸ COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 379.

⁴²⁹ *If contracting over liability were really to occur between corporations and their auditors, the resulting contracts would not be as simple as Professor Partnoy presupposes. More likely would be a “declining percentage of the recovery” contract, under which the auditor would assume liability, for example, 5% of the first \$10 million, 1% of the next \$95 million and 0.1% of the balance, up to a possible ceiling on its liability. Such formulas are frequently negotiated by lawyers and clients in the contingent fee context. Once contracts become this complex, there is no clear, unequivocal signal. Moreover, it is in the interest of the Big Four to converge on such a pattern, noisy as the resulting signal thereby is.*

[Tradução livre: “Se a contratação da responsabilidade fosse realmente acontecer entre companhias e seus auditores, os contratos resultantes não seriam tão simples quanto o Professor Partnoy pressupõe. Mais possivelmente seria um contrato sobre ‘um percentual decrescente da recuperação’, sob o qual o auditor assumiria responsabilidade, por exemplo, sobre 5% dos primeiros \$10 milhões, 1% dos próximos \$ 95 milhões e 0,1% do saldo, até a possibilidade do teto da responsabilidade. Tais formulas são frequentemente negociadas por advogados e clientes no contexto de suas taxas de contingência. Uma vez

No tocante à questão concorrencial, a tendência de alinhamento previsto por Coffee entre os *gatekeepers* já havia sido identificada por Partnoy em estudo anterior⁴³⁰.

O ultimo ponto apontado quanto à questão contratual do debate retorna à necessidade de desvincular a responsabilidade do *gatekeeper* da efetiva responsabilização do emissor. De forma contrária, não se está diante de um *true strict liability system*⁴³¹ em que o *gatekeeper*, de forma a ser coibido a desempenhar de forma eficiente as suas atividades, deve ser responsabilizado independentemente da sorte do emissor. A opção pelo sistema dito “verdadeiro”, contudo, não permite que a sua imposição seja feita pela via obrigacional, vez que não há incentivos para o emissor negociar em favor do aumento da responsabilização, e que requer a imposição de teto para impedir quebras de *gatekeepers*⁴³².

Na sequência, o autor ataca a questão do critério escolhido para cálculo dos danos. Explica que é intencional a sua opção por não cobrir os custos sociais originados pelo ilícito (o que, para Partnoy diminuiria a capacidade de *deterrence* da medida), de forma a evitar que o já reduzido número de instituições atuantes no mercado de auditoria diminua ainda mais. Ainda, é necessário que o *gatekeeper* possa examinar o eventual cliente quanto à sua honestidade antes da contratação. Caso contrário, ocorre uma situação de seleção adversa, em que o possível emissor honesto desistirá do negócio⁴³³.

Em relação aos dados apresentados por Partnoy no intuito de demonstrar um panorama dos valores praticados em acordos para transação de disputas no âmbito do mercado de valores mobiliários, Coffee entende que tal cenário não cobre “*the risk of*

que os contratos se tornam complexos dessa forma, não há sinal claro e inequívoco. Ainda, é no interesse das Big Four convergir em tal padrão, mesmo sendo o sinal resultante barulhento.”]

COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 379, nota de rodapé 7.

⁴³⁰ However, historically when gatekeepers have been presented with an array of potential standards for such defenses, they have been very effective in agreeing on a single standard.

[Tradução livre: “Contudo, historicamente, quando gatekeepers foram apresentados com uma série de padrões potenciais para tais defesas, eles tem sido bastante eficazes em concordar com um padrão único.”]

PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001. p. 541.

⁴³¹ COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 379-380.

⁴³² COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 380.

⁴³³ COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 380.

catastrophic loss – that is, a loss well above the average level that cannot be insured or recovered through higher fees”⁴³⁴.

Coffee critica também o caráter assecuratório, sustentado por Partnoy, do montante a ser coberto pelo *gatekeeper* em caso de responsabilização. Isso porque o quadro societário de firmas de prestação de serviços é formado por profissionais que arriscam as próprias carreiras, e não por um amplo quadro de sócios, de forma que a obtenção de seguro no mercado não seria tão custoso⁴³⁵.

Por fim, destaca Coffee que não há, atualmente, aplicação de *strict liability* no ordenamento jurídico norte americano para o mercado secundário, de forma que as informações atualmente disponíveis com base em um regime de culpa carecem de relevância para o exame de um regime que propõe o *strict liability*.

Contrastando com as opiniões de Coffee e Partnoy que aplicam suas versões do *strict liability* como regra aos participantes do mercado de valores mobiliários, nota-se a opinião contrária de Hamdani. Para o autor⁴³⁶, apenas para certas operações e para certos participantes que possam eficientemente identificar fraude, justificar-se-iam regimes mais rigorosos de responsabilização como o *strict liability*⁴³⁷. O autor identifica nesta situação o caso da participação do auditor independente em operações de emissão de valores mobiliários⁴³⁸. A razão disto é que “(...) *the added policing cost due to the certification requirement is likely to be low, and auditors will be relatively effective in preventing fraud*”⁴³⁹.

Hamdani também aponta que, contrariamente aos dois outros autores, entende que a responsabilização imposta não pode sofrer limitações, devendo equivaler ao prejuízo

⁴³⁴ COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 381.

⁴³⁵ COFFEE, JR., John C., Partnoy’s Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 381.

⁴³⁶ A publicação deste artigo ocorreu entre a publicação do artigo de Frank Partnoy *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*, mas antes de *Partnoy’s Complaint: A Response*, de autoria de Coffee. Não acompanhou, portanto, o debate inteiro.

⁴³⁷ HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 117.

⁴³⁸ HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 117-118. Ressalte-se, contudo, que o autor entende que o regime de *strict liability* imposto a estes participantes deve ser limitado por uma excludente baseada em prova de *due diligence*, nos moldes do Artigo 11 do *Securities Act of 1933* a ser provada pela auditoria independente. HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 119.

⁴³⁹ [Tradução livre: “(...) o preço do custo de policiamento adicionado aos requisitos de certificação serão provavelmente baixos, e os auditores serão relativamente eficazes na prevenção de fraudes.”] HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 118.

público causado⁴⁴⁰. Mais especificamente, os problemas das propostas de Partnoy e Coffee seriam os seguintes:

(...) By reducing the level of the penalties imposed on gatekeepers, both proposals would mitigate the potentially disruptive impact of gatekeeper liability on capital markets. On the other hand, by allowing the sanction to differ from social harm, both proposals might fail to provide gatekeepers with adequate incentives to monitor issuers and prevent fraud, and thus undermine the fundamental advantage of strict liability.
(...) (Grifamos)⁴⁴¹

3.2.3 A Utilização de Sanções ou de Recompensas

Como visto até o momento, a doutrina investiga em que medida a imposição de responsabilização (sanções ou reparação) através da regulação torna a figura do *gatekeeper* instrumento hábil para a conformação das operações e participantes do mercado de valores mobiliários à lei.

Os benefícios do recurso aos *gatekeepers* em uma estratégia regulatória, contudo, também precisam ser sopesados em função dos problemas gerados por tal opção. Exemplificativamente⁴⁴², veja-se a constatação de Kraakman sobre os custos originados: “Liability imposed on market gatekeepers creates costs that are borne by its presumptive beneficiaries: that is, by buyers and sellers in the regulated market.” A interposição do *gatekeeper* como instância de controle e polo de responsabilidade, nesse sentido, acarreta ônus adicionais aos emissores e investidores. Não é, dessarte, uma ferramenta isenta de reflexos negativos.

Exploramos no item 3.2.1 as considerações de Kraakman, em seu artigo de 1986, sobre as situações em que o recurso à figura é desejável no âmbito de uma estratégia regulatória, em contraposição à responsabilização direta do infrator e a outra modalidade de responsabilização de terceiros, o *whistleblowing*. Além da ressalva

⁴⁴⁰ HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 118, nota de rodapé 186.

⁴⁴¹ [Tradução livre: “(...) Reduzindo o nível de penalidades impostas sobre os *gatekeepers*, ambas as propostas mitigariam o impacto potencialmente perturbador da responsabilidade sobre os *gatekeepers* nos mercados de capital. De outro lado, ao permitir a sanção de ser diferente do dano social, ambas as propostas falham em fornecer aos *gatekeepers* os incentivos adequados para monitorar emissores e, portanto, prevenir fraude, e assim, minam a vantagem fundamental do *strict liability*.”]
HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003, p. 118, nota de rodapé 186.

exposta acima sobre os custos, o autor confronta a opção regulatória de responsabilização do *gatekeeper* em detrimento da estipulação recompensas ou de incentivos privados para que este atue conforme a lei.

A opção pela responsabilização justifica-se na medida em que se queira direcionar a conduta do *gatekeeper* para uma atuação *ex ante* em relação ao ilícito. A ameaça da sanção é o incentivo para tanto, enquanto uma eventual adesão do *gatekeeper* a um sistema de recompensas só pode ser aferido e só gera benefícios ao *gatekeeper ex post*, quando este já poderá ter falhado⁴⁴³. Entende, o autor que “*Thus, gatekeepers must be punished for failure rather than rewarded for success*”⁴⁴⁴.

A alternativa pelos incentivos privados, a seu turno, não tem os custos da imposição de responsabilidade da primeira, razão pela qual esta só se justificará quando o estabelecimento de tal regime trouxer benefícios adicionais em relação aos incentivos privados⁴⁴⁵.

Cunningham, em estudos de 2007, resgata a questão das recompensas. Propõe a suplementação do modelo tradicional de *gatekeeper*⁴⁴⁶, no qual se ameaça a

⁴⁴² KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 93.

⁴⁴³ KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 60.

⁴⁴⁴ [Tradução livre: “Portanto, o *gatekeeper* deve ser punido pela falha, e não recompensado pelo sucesso.”] KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 60.

⁴⁴⁵ *Like all liability, however, legal sanctions imposed on wayward gatekeepers create costs that private incentives might avoid: the costs of legal administration, erroneous interpretation, and inflexible or misguided design. These costs underscore the advantage of relying on private enforcement incentives. Again, even without legal liability, accountants, underwriters, and other intermediaries in the securities market would presumably screen against fraudulent transactions in order to safeguard their reputations. Where such incentives exist, the case for collateral liability (or legal intervention of any sort) depends upon an analysis of how it can supplement private incentives despite its costs.*

[Tradução livre: “Como toda a responsabilidade, contudo, sanções legais impostas em *gatekeepers* diretos criam custos que incentivos privados poderiam evitar: custos de administração legal, de interpretação errada e de elaboração inflexível ou mal direcionada. Estes custos realçam a vantagem de recorrer a incentivos privados de aplicação da lei. De novo, mesmo sem responsabilização legal, contadores, *underwriters* e outros intermediários nos mercados de valores mobiliários presumivelmente procurariam detectar operações fraudulentas de forma a resguardar sua reputação. Onde tais incentivos existem, o caso da responsabilidade secundária (ou intervenção legal de qualquer tipo) depende da análise de como ela pode suplementar incentivos privados apesar de seus custos.”]

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 60-61.

⁴⁴⁶ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 4.

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 1, nota de rodapé 5.

figura com perdas relacionadas à reputação e à sua responsabilização⁴⁴⁷. Justifica que, no sistema tradicional, prevalente nas discussões doutrinárias⁴⁴⁸ e sobre reformas legais⁴⁴⁹, surgiria o efeito indesejado de desestimular o *gatekeeper* a exercer suas atividades essenciais no sentido de encontrar e remediar problemas^{450 451}.

O autor propõe, assim, o desenvolvimento de uma estratégia baseada na premiação do *gatekeeper*⁴⁵². Em termos gerais, caberá ao *gatekeeper* vetar o acesso ao mercado de capitais, caso verifique irregularidades e estas não sejam corrigidas, recebendo gratificações por tais vetos⁴⁵³.

Valendo-se da linguagem corrente na literatura de *law and economics*, o autor denomina, inicialmente⁴⁵⁴, tal estratégia de “carrots”, ou seja, cenouras, em alusão à recompensa dada aos cavalos para que realizem determinada tarefa. No artigo subsequente, o autor passa a utilizar mais frequentemente a expressão *rewards* (recompensas), ao invés de *carrots*. A linha condutora dos estudos mantém-se a mesma, no sentido de que pode haver o direcionamento da conduta dos agentes através de incentivos positivos para que identifiquem ilícitos. No caso dos *gatekeepers*, a remuneração seria em dinheiro⁴⁵⁵ ou em reconhecimento público⁴⁵⁶.

⁴⁴⁷ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 3

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 1.

⁴⁴⁸ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 3

⁴⁴⁹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 4.

⁴⁵⁰ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 6

⁴⁵¹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 1

⁴⁵² CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 1.

⁴⁵³ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 5

⁴⁵⁴ No artigo Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009.

⁴⁵⁵ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 33.

⁴⁵⁶ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 49.

Cunningham expõe três linhas de exame para motivar sua proposta.

O autor esboça primeiramente um modelo intuitivo. Propõe que o alinhamento de interesses com o *gatekeeper*, a exemplo do que é feito com os demais *agents* de uma companhia, pode neutralizar os incentivos que tais *agents* tem para promover irregularidades em benefício próprio. Exemplificativamente, no caso da concessão de opção de compras de ações aos administradores, a concessão de gratificações para que o *gatekeeper* identifique irregularidades nas demonstrações financeiras da empresa serviria de ‘antídoto’ para os incentivos que os administradores teriam para manipular tais informações⁴⁵⁷.

Ainda, a análise intuitiva endereça o tratamento de quatro falhas identificadas em crises financeiras nos estados Unidos na década de 90 e nos anos 2000 pelo enfoque deste sistema. Nessa linha, considerando que os bônus pagos pelos contratos de consultoria levaram as auditorias independentes a falharem em seus serviços de auditoria, um sistema de bonificações também seria eficiente para fazê-los atuar no sentido de detectar fraudes⁴⁵⁸. Em relação à insuficiência da reputação como fator inibitório em tais crises, sugere-se a atribuição de premiações aos indivíduos da instituição para a identificação de irregularidades, como forma de alinhar os incentivos dos profissionais àqueles da firma⁴⁵⁹. Também em relação à reputação, um sistema de recompensas pode contribuir para fortalecer a noção de que os auditores e outros *gatekeepers* serão implacáveis no desempenho de suas funções de identificação de infrações⁴⁶⁰. Por fim, o papel dos advogados nas crises também pode ser remediado com o pagamento de bônus por detecção de problemas nas informações prestadas, o que atacaria o problema dos incentivos para compactuar com irregularidades nas

⁴⁵⁷ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 26.

⁴⁵⁸ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 28.

⁴⁵⁹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 29.

⁴⁶⁰ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p.29.

demonstrações financeiras causadas pela remuneração destes profissionais com participações na companhia⁴⁶¹.

Passando para o modelo econômico construído pelo autor para sua proposta, o sistema de recompensas adiciona os ganhos com a detecção eficiente ao cálculo tradicional, que sopesa as vantagens da participação do *gatekeeper* no ilícito com as sanções impostas⁴⁶². Na lição do autor:

*(...) just as the one side of the equation emphasizes “more to lose” in both reputation impairment and legal liability and the other side emphasizes “less to gain” from complicity, the formula should also emphasize “more to gain” from disruption.*⁴⁶³

Por último, a terceira linha de análise empreendida pelo autor busca as justificativas do seu regime de incentivos pelo enfoque do comportamento econômico das partes. Por esta ótica, alguns problemas típicos da análise clássica dos *gatekeepers* podem ser minorados. Primeiramente, o sistema de *carrots* ou de recompensas auxilia no combate ao problema que surge quando os benefícios da honestidade no longo prazo são inferiores àqueles do descumprimento em um período mais curto⁴⁶⁴. Isso porque tal sistema permite que também os incentivos sejam recebidos no curto prazo⁴⁶⁵. Em segundo lugar, a reputação de um *gatekeeper* leva tempo para ser construída, enquanto o comportamento tende a privilegiar benefícios imediatos e desconsiderar efeitos futuros. Com o sistema de *carrots* ou de recompensas, o

⁴⁶¹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 29

⁴⁶² CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 29.

⁴⁶³ [Tradução livre: “(...) assim como um dos lados da equação enfatiza ‘mais a perder’ tanto no dano à reputação quanto na responsabilização legal e o outro lado enfatiza ‘mais a ganhar’ na cumplicidade, a formula também deve enfatizar ‘mais a ganhar’ com a interrupção.”]
CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 30

⁴⁶⁴ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p.34.

⁴⁶⁵ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 35.

gatekeeper recebe compensações no presente tanto para não incorrer em ilícitos quanto para considerar os efeitos de uma possível responsabilização⁴⁶⁶.

A implementação da estratégia de gratificações ocorreria mediante arranjos contratuais⁴⁶⁷, diferentemente do sistema de sanções, estruturado mediante imposição normativa. Nas palavras do autor,

*Rewards concentrate on functions that would be productive for gatekeepers to perform, although not otherwise required by law. This category can be large and exists, in part, because of gatekeepers' reluctance to accept categorical exposure to liability for undertaking associated functions.*⁴⁶⁸

Assim, sua proposta adiciona atribuições ao *gatekeeper* pela via negocial, sem interferir naquelas para as quais a lei já impõe sanções por descumprimento.

Exemplos destas tarefas seriam serviços de investigação (como a *due diligence* para os advogados, e a auditoria para identificação de fraudes, para os auditores⁴⁶⁹) e de certificação (opiniões legais, no caso dos advogados e cartas de conforto, no caso dos auditores⁴⁷⁰). Como aponta o autor, referidas medidas poderiam ser impostas pela lei, o que não seria desejável, contudo⁴⁷¹. Nem todas as companhias necessitam do mesmo grau

⁴⁶⁶ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 35.

⁴⁶⁷ *Contract is a better approach since it is more clearly voluntary and enables tailoring to particular circumstances.*

[Tradução: “Contrato é uma abordagem melhor, uma vez que é mais claramente voluntária e permite a adequação a circunstâncias particulares.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 37.

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 36.

⁴⁶⁸ [Tradução livre: “Recompensas concentram-se nas funções que seriam produtivas para o *gatekeeper* desenvolver, embora não sejam requeridas por lei. Esta categoria pode ser ampla e existe, em parte, por causa da relutância dos *gatekeepers* em aceitar exposição à responsabilização por participar de atividades associadas.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 36.

⁴⁶⁹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 36.

⁴⁷⁰ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 37.

⁴⁷¹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 38-39.

de escrutínio e o risco da responsabilização pode tornar proibitiva a realização da atividade⁴⁷². Assim, faz-se necessário o desenvolvimento de um sistema que permita a assunção de tais tarefas pelo *gatekeeper* sem a ameaça da responsabilização⁴⁷³.

Em específico sobre o contrato do *gatekeeper* para a prestação de serviços em um sistema de recompensas, cujas obrigações o *gatekeeper* assume de forma opcional e que não versará sobre as atividades impostas no âmbito de uma estratégia de regulação⁴⁷⁴, Cunningham assim descreve:

*Under positive incentive contracts, in contrast, the professionals would agree with issuers to undertake the investigative functions and earn compensation to the extent, and only to the extent, that the investigation results in discoveries of mis-reporting. The important negotiated provisions would address compensation, delineate the activities or discoveries that generate it, and verification measures. In the best scenarios, those discoveries would result in correction and still enable the issuer to access capital markets; but the gatekeepers would also be paid in cases where their discoveries led to denying that access. All participants in the transaction—underwriters, issuers, auditors and lawyers—have incentives to enter in these arrangements.*⁴⁷⁵

No âmbito do contrato proposto, o autor aponta que é possível que a estratégia de premiação incentive um rigor excessivo em relação aos clientes⁴⁷⁶. Como prevenção a eventuais abusos, sugere que o contrato especifique que apontamentos darão direito ao

⁴⁷² CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 39.

⁴⁷³ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 39.

⁴⁷⁴ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 40.

⁴⁷⁵ [Tradução livre: “Sob contratos com incentivos positivos, em contraste, os profissionais, concordariam com os emissores em investigar funções e ganhar uma remuneração, na medida, e apenas na medida, que a investigação resultasse na descoberta de falhas informacionais. Os dispositivos negociados mais importantes tratariam da remuneração, delinear as atividades ou descobertas que gerariam remuneração, bem como medidas de verificação. Nos melhores cenários, estas descobertas resultariam na correção e ainda assim permitiriam ao emissor acessar o mercado de capitais, mas o *gatekeeper* também seria pago em casos em que as descobertas levassem à negativa de acesso. Todosos participantes nas operações – *underwriters*, emissores, auditores e advogados – tem incentivos para entrar em tais arranjos.”

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 41.

⁴⁷⁶ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p.43.

prêmio e que o contratante promova a verificação dos problemas detectados⁴⁷⁷. Conforme propõe, a identificação de fraude sobre uma suposta fraude é mais facilmente realizada do que a identificação de fraude originária⁴⁷⁸.

Uma outra estrutura avaliada pelo autor em um regime de incentivos tem por base o emprego de diferentes equipes (*teams*), seja pelo mesmo *gatekeeper*, seja por *gatekeepers* de uma mesma área, conforme modelo anteriormente examinado por Coffee⁴⁷⁹. Com isso, uma equipe trabalharia no serviço a ser prestado ao contratante, e a outra revisaria o trabalho⁴⁸⁰. A remuneração deste último teria um componente de recompensa por eventuais infrações detectadas⁴⁸¹. A consequência disto é que “*Two teams facing different incentives will be inclined to exert pressure against each other.*”⁴⁸²

Por fim, o autor examina o reconhecimento público como fator de incentivo. Integram tais medidas a criação de prêmios para *gatekeepers* eficientes pelos seus respectivos órgãos de regulação. O autor assim questiona: “(...) *if one condemns those who fail in their job, why not be willing to recognize those who perform their jobs well?*”⁴⁸³

Um último ponto que se destaca dos estudos de Cunningham em exame ataca a questão do sistema de *carrots* implicar remuneração extra por função que já compete ao *gatekeeper* realizar. Para o autor, a solução disto está um dos traços distintivos de sua proposta, a complementariedade dos sistemas. Não há sobreposição entre o regime de

⁴⁷⁷ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p.43.

⁴⁷⁸ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 44.

⁴⁷⁹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 44.

⁴⁸⁰ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 44.

⁴⁸¹ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 45.

⁴⁸² [Tradução livre: “Dois times encarando diferentes incentivos ficarão inclinados a exercer pressão um contra o outro.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 45.

⁴⁸³ [Tradução livre: “(...) se se condenam aqueles que falham em seus trabalhos, porque não estar disposto a reconhecer aqueles que fazem bem seus trabalhos?”]

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 49.

recompensas e o regime regulatório, porque o primeiro busca tratar a atribuição apenas daquelas funções não cobertas por este último⁴⁸⁴.

Assim, naquilo que não for dever legal ou profissional, um sistema opcional pode endereçar áreas de desempenho ineficiente do *gatekeeper*.

⁴⁸⁴ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 50.

4 APLICAÇÃO DA FIGURA DOS GATEKEEPERS ÀS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS DO DIREITO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO

A atividade de intermediação no mercado de valores mobiliários difere daquela realizada no mercado financeiro em sentido estrito.

Sobre esta última, a doutrina é assente no sentido de que

Na atividade de intermediação financeira tradicional (mediata indireta), exercidas pelas instituições financeiras, como vimos, a instituição financeira atua em nome próprio por um lado, ao captar a poupança mediante um contrato de depósito, responde perante o poupador como devedor; pelo outro, ao aplicar os recursos assim obtidos mediante um contrato de mútuo, apresenta-se como credor perante o tomador de recursos. Assim fazendo, assume os riscos da operação dada a possibilidade, por um lado, de que o tomador não pague a quantia mutuada (risco de crédito); por outro, o de que ocorra um descasamento temporal entre a operação de depósito e a de empréstimo. (...) ⁴⁸⁵

Na atividade financeira típica, a intermediação integra a atividade, mas como parcela dela. Em paralelo, a instituição financeira realiza o negócio jurídico de captação e aplicação, com partes distintas, assumindo em relação a elas a posição obrigacional de contraparte ⁴⁸⁶.

⁴⁸⁵ FRANCO, Vera Helena de Mello. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. Especificidades. A intermediação e a desintermediação financeira (Os Novos Produtos). *Revista Forense*, v. 104, n. 399, set./out. 2008, p. 528.

Também assim a lição de Mosquera:

O mercado financeiro é o mercado da intermediação bancária ou intermediação financeira. Caracteriza-se pela interposição da entidade financeira entre aqueles que têm recursos disponíveis e aqueles que necessitam de crédito. A instituição financeira aparece como captadora de dinheiro junto ao público, para posterior cessão desses valores àqueles que precisam de financiamento. Daí porque tal mercado também é denominado de mercado de crédito.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais*. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999. p. 19.

⁴⁸⁶ (...) *Em verdade, os bancos centralizam a oferta e a procura dos capitais. E essa centralização se faz por conta e risco das entidades financeiras, ou seja, elas atuam em nome próprio e não como meras intermediadoras, em que apenas há a aproximação das partes para a realização de um determinado negócio.* (...).

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais*. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999. p. 20.

Ainda, o autor aponta que:

(...) Na atividade bancária a entidade financeira não faz apenas aproximação das partes; ao contrário, ela é parte na relação jurídica de crédito.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais*. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999. p. 20. Nota de rodapé 5.

Feita essa breve consideração sobre as atividades realizadas no âmbito do mercado financeiro, importa-nos voltar a atenção às instituições intermediárias de mercado de valores mobiliários, visto que algumas instituições assim qualificadas são o foco deste estudo.

As instituições intermediárias de mercado de valores mobiliários integram o chamado sistema de distribuição de valores mobiliários instituído pela Lei 6.385/76, sendo o rol das instituições definido pelo Artigo 15 da referida lei, conforme alterada, que assim dispõe:

Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

- I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:
 - a) como agentes da companhia emissora;
 - b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;
- II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;
- III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;
- IV - as bolsas de valores.
- V - entidades de mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)
- VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e; e (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Esta lista contempla as instituições que participam do mercado de valores mobiliários em seu amplo espectro de funções e operações. Inclui, assim, as partes que promovem os negócios de colocação dos valores mobiliários perante o público, as partes que aproximam os investidores interessados na compra e venda de valores mobiliários, as instituições administradoras dos ambientes em que tais negócios ocorrem, e as instituições em que o *pós-negociação*⁴⁸⁷ se realiza.

⁴⁸⁷ *Uma vez superada e concluída fase de negociação, iniciamos a fase de pós-negociação. Apesar da pós-negociação ter menor visibilidade para o investidor, se comparada com a negociação, é de vital importância, pois, de forma objetiva, na pós-negociação desenvolvem-se atividades que visam fazer com que o objeto da contratação no ambiente de negociação se realize, ou seja, por exemplo, que o vendedor receba o pagamento do preço e entregue os bens vendidos e o comprador efetue o pagamento do preço e receba os bens adquiridos. Vale citar as palavras de Peter Norman:*

“Não importa quão sofisticada e rápida seja a plataforma onde os valores mobiliários são negociados, nenhum mercado servirá aos seus propósitos sem uma estrutura que efetivamente complete a transferência dos valores mobiliários dos vendedores para os compradores e assegure o pagamento na direção contrária dos compradores para aos vendedores. Todos os ambientes de negociação tem um interesse vital que a infraestrutura de liquidação seja rápida, eficiente e o com o melhor custo possível.”

Àquelas instituições que participam como auxiliares dos emissores nas distribuições de valores mobiliários (atuando, portanto, no mercado primário⁴⁸⁸) e àquelas instituições que permitem a negociação entre investidores (no exercício de prestação de serviços de mercado secundário, sobretudo franqueando o acesso ao mercado) dá-se a denominação de instituições intermediárias do mercado de valores mobiliários. Com relação à atividade das demais instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (nomeadamente as bolsas de valores, as entidades de balcão organizado, as bolsas de mercadorias e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários) consiste esta na disponibilização de estruturas de ambiente (seja físico, seja virtual), de procedimentos, de sistemas, de autorregulação e de pessoal (dentre outras estruturas) que permitam a concretização dos negócios operacionalizados pelas instituições intermediárias.

É recorrente na doutrina jurídica nacional o entendimento de que as instituições intermediárias do mercado de valores mobiliários promovem a *desintermediação* financeira, diferenciando-as em relação à atividade exercida pelas instituições intermediárias do mercado financeiro em sentido estrito. Isso porque:

(...) Nele [no mercado de valores mobiliários], a entidade financeira⁴⁸⁹ não se interpõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e aquele que está necessitando dela: o trânsito de recursos financeiros do detentor de poupança para o necessitado de financiamento dá-se diretamente. A instituição financeira insere-se na relação apenas como interveniente obrigatória, atuando como instrumento para viabilização a realização de operações realizadas no âmbito do mercado de capitais.⁴⁹⁰

Em sua função no mercado de valores mobiliários, a instituição intermediária não figura como contraparte do negócio realizado. As obrigações são assumidas entre investidor e tomador, sendo a interposição obrigatória⁴⁹¹ da instituição intermediária

Desta forma, pós-negociação é a fase compreendida entre o momento em que se encerra negociação, quando há um negócio fechado, que é um contrato formado, em ambiente de negociação e sua conclusão, ou seja, a extinção das obrigações das partes no negócio pactuado pelo seu adimplemento.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações. Coimbra, Almedina, 2013, p. 48-49. A lição de Peter Norman é encontrada em *Plumbers and Visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market*, Londres, John Wiley & Sons Ltd., 2007, p. 4.

⁴⁸⁸ Conforme definição já exposta na nota de rodapé 8.

⁴⁸⁹ Aqui, especificamente, trata-se da instituição financeira que é instituição intermediária do mercado de valores mobiliários. Uma vez que o mercado de valores mobiliários integra o mercado financeiro em sentido amplo, de regra, as instituições de mercado de valores mobiliários são instituições financeiras.

⁴⁹⁰ MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais*. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999, p. 22.

⁴⁹¹ *A interveniência da instituição financeira nas operações realizadas no mercado de capitais faz-se imperativa, viabilizando a colocação dos títulos no mercado, a transparência das operações, a*

desempenhada na forma de cadastro, assessoria, estruturação, certificação, consultoria, controles, dentre outras atividades⁴⁹².

Na função de instituições intermediárias do mercado secundário organizado, os bancos de investimento, as corretoras, as distribuidoras e os agentes autônomos de investimento realizam a mediação do negócio, aproximando o investidor ofertante do investidor que deseja adquirir o valor mobiliário e vice-versa, operacionalizam o negócio no ambiente adequado (inserindo a ordem nos sistemas), promovem os procedimentos pertinentes, conforme o valor mobiliário e sistema de negociação específicos, quanto à troca de titularidade e tradição do bem (a exemplo da compensação, do registro, da liquidação e da entrega)⁴⁹³.

Para o presente estudo, conforme o corte metodológico já identificado na introdução, as instituições intermediárias analisadas são as corretoras, as distribuidoras e os agentes autônomos de investimento na qualidade de *gatekeepers*⁴⁹⁴.

A imposição do papel de *gatekeeper* às instituições intermediárias de valores mobiliários em seu sentido amplo já encontra respaldo na doutrina nacional. Nesse sentido:

especialização da profissão, a distribuição eficiente dos valores mobiliários, a liquidez das operações e, especialmente, a racionalização do controle estatal. Ou seja, a participação da entidade financeira na operação realizada no mercado de capitais como interveniente é obrigatória, em vista das regras jurídicas que disciplinam o referido mercado e que analisaremos em tópico adiante.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais*. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999. p. 25.

⁴⁹² *O banco pode ainda atuar como intermediário, só que presta agora uma função de consultoria (advisor), garantindo a idoneidade do tomador, mas sem se vincular como devedor ou credor na relação. Com isto, aumentam-se as opções para o investidor, dada a possibilidade de acesso direto a uma série de produtos.* FRANCO, Vera Helena de Mello. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. Especificidades. A intermediação e a desintermediação financeira (Os Novos Produtos). *Revista Forense*, v. 104, n. 399, set./out. 2008, p. 529.

⁴⁹³ A lição de CALABRÓ ilustra este conjunto de atividades na esfera da bolsa de valores:

A relação entre intermediário e investidor é a que origina as ordens de compra e venda de valores mobiliários que serão inseridas no sistema de negociação, transformando-se em ofertas que, ao serem aceitas por uma contraparte, viram operações que têm sua liquidação garantida pela entidade de compensação e liquidação (que pode ser a própria administradora do mercado de bolsa), na qualidade de contraparte central garantidora. Faz-se mister, portanto, que essa relação seja estabelecida e mantida de forma segura e regular, conforme as regras e as melhores práticas de mercado.

Os intermediários cumprem, ainda, na qualidade de agentes de custódia, um importante papel perante os investidores e as centrais depositárias de ativos. Isso porque são os agentes de custódia que assumem as obrigações de fiéis depositários dos valores mobiliários e dos respectivos proventos dos investidores. Assim, os intermediários devem cumprir uma série de obrigações e adotar procedimentos que garantam:

- (i) a integridade dos seus sistemas de custódia;*
- (ii) a correta segregação entre contas de seus clientes;*
- (iii) a identificação dos titulares dos valores mobiliários custodiados;*
- (iv) o controle de eventuais ônus reais constituídos sob os valores mobiliários; e*
- (v) o registro de todos os atos que importem a tradição, compra ou venda de valores mobiliários sob sua custódia.*

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa – Teoria Palco-Plateia* –, São Paulo, Almedina, 2011, p. 42.

Os intermediários que possuem contato direto com os investidores são “peças-chave” (*gatekeepers* – ‘zeladores’) para prevenir a ocorrência de operações fraudulentas, lavagem de dinheiro e, também, para reduzir o risco sistêmico. São os intermediários que realizam os controles primários das operações realizadas pelos investidores.⁴⁹⁵

Ainda, na análise específica da edição da Instrução CVM 476, tivemos a oportunidade de, em conjunto com Valdir Carlos Pereira Filho, comentar a atribuição da condição de *gatekeepers*, pela referida regra, às instituições intermediárias de mercado de valores mobiliários:

Trata-se de exemplo onde o regulador, no caso a CVM, confere a participantes do mercado atribuições para agirem como colaboradores seus, ou seja, os entes regulados são investidos de atribuições para auxiliar o regulador a atingir o escopo da regulação (a proteção do investidor e higidez do mercado). Neste sentido, podemos considerar tais intermediários como Gatekeepers, segundo a linguagem do Professor John C. Coffe Jr. da Columbia Law School.⁴⁹⁶

Nesta parte do trabalho, apontaremos onde, no ordenamento jurídico, recorre-se à figura dos *gatekeepers* especificamente para o tratamento das corretoras, distribuidoras e agentes autônomos de investimento. Na sequência, examinaremos também o acolhimento da figura no âmbito de decisões administrativas em relação a estas instituições.

4.1 A REGULAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS COMO *GATEKEEPERS*

De forma a promover uma breve contextualização do tema em apreço, importa rememorar o significado de regular:

Regular significa formular e impor regras em forma de intervenção do estado no domínio econômico. Essa matéria, regulação, interessa a

⁴⁹⁴ Assim, onde doravante nos referirmos às instituições intermediárias, estamos tratando destas três últimas instituições, exceto se de outra forma indicado.

⁴⁹⁵ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa – Teoria Palco-Plateia* –, São Paulo, Almedina, 2011, p. 41.

⁴⁹⁶ PEREIRA FILHO, Valdir Carlos; HAENSEL, Taimi. A Instrução CVM 476 e as Ofertas Públicas com Esforços Restritos. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 45, jul.-set. de 2009, p. 342.

diferentes áreas do conhecimento, particularmente ao direito e à economia. Regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência da administração indireta, visando fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica. Pode-se denominar regulação ao conjunto de normas visando determinado efeito ou, em sentido muito amplo, o conjunto de mecanismos de controle social.⁴⁹⁷

Adentrando a área específica da regulação que interessa para o presente estudo, a doutrina nacional leciona sobre a relevância e função dos *gatekeepers* na regulação que:

Agentes privados, denominados *gatekeepers*, desempenham importante papel na regulação dos mercados, atualmente. No mais das vezes sua função está relacionada a alguma forma de monitoramento externo e independente em busca de falhas ou imperfeições na atuação dos agentes ou da verificação do cumprimento de padrões ou procedimentos estabelecidos. Trata-se de um meio de mitigação da assimetria informacional verificada entre os agentes de mercado e as contrapartes com ele relacionadas.⁴⁹⁸

Ainda, a doutrina assim percebe o alcance da figura dos *gatekeepers* na regulação do mercado de valores mobiliários:

A introdução de *gatekeepers* obrigatórios em transações de mercado de capitais vem sendo usada muito intensamente pela regulação estatal, no exterior e no Brasil, visando não só a assegurar o cumprimento de requisitos mínimos de conduta como também auxiliar na supervisão prudencial (como no caso dos auditores independentes e das agências de *rating*).⁴⁹⁹

Lembrando a classificação que divide a regulação de mercado financeiro em sentido amplo em regulação prudencial, de condutas e sistêmica⁵⁰⁰, a lição mencionada

⁴⁹⁷ SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 135, julho-setembro 2004, p. 137.

⁴⁹⁸ SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Agências de Classificação de Créditos e seu Papel de *Gatekeepers*. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Marcelo Vieira von Adamek (Coord.). São Paulo, Malheiros, 2011, p. 378-379.

⁴⁹⁹ TRINDADE, Marcelo. SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional. *Espaço Jurídico BM&FBOVESPA*, 2009, Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf>. Acesso em: 20.06.2012, p. 38.

⁵⁰⁰ Assim, há que se falar em uma regulação sistêmica (que geralmente incumbe aos bancos centrais e se corporifica na criação de uma 'rede de proteção' para o mercado'), em uma regulação de condutas (que também pode incumbir a outros reguladores especializados, consistindo, fundamentalmente, em regras e

aponta a atuação das instituições intermediárias em duas frentes. De forma mais habitual, os intermediários possuem deveres de condutas, previstos pela regulação, que se refere “aos procedimentos impostos aos agentes de mercado, sejam partes interessadas (emissores, contrapartes, mercados organizados) sejam agentes auxiliares (*gatekeepers*).”⁵⁰¹ Acresce a isso a atuação na seara prudencial, conforme destacado na doutrina acima transcrita.

Constata-se que o regime jurídico brasileiro já atribui, de forma expressa e inequívoca, tal papel às instituições intermediárias. É o que reconhece a Comissão de Valores Mobiliários, manifestando-se em sede de edital de audiência pública, sobre a modificação da regulamentação dos agentes autônomos de investimento, que culminou na edição da Instrução CVM 497, hoje vigente:

Por fim, é importante lembrar que a regulação vigente já atribui aos intermediários, pela sua natureza de **gatekeepers**, determinadas atividades de acompanhamento das atividades de seus clientes, ficando aqueles obrigados a efetuar determinadas comunicações para os reguladores, sobretudo em caso de indícios de irregularidades.⁵⁰² (Grifamos)

Nesta parte de nosso trabalho, sistematizamos as normas jurídicas nacionais que determinam que corretoras, distribuidoras e agentes autônomos de investimento, no exercício de suas atividades de intermediação de valores mobiliários em mercado secundário organizado, atuem como *gatekeepers*. Isto porque “[a]s normas específicas determinam qual o âmbito de atuação dos *gatekeepers*, e os participantes do mercado se encarregam de contratá-los para satisfazer as exigências formais.”⁵⁰³

Especificamente, identificamos as leis e os atos normativos do CMN e da CVM, assim como o material de justificação destes (a exemplo de ofícios de audiências

procedimentos negociais) e em uma regulação prudencial (que serve de suporte às outras duas, ao voltar-se para as instituições em si, sua estrutura, capacidade financeira etc.).

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. ampl., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 287-288.

⁵⁰¹ TRINDADE, Marcelo. SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional. Espaço Jurídico BM&FBOVESPA*, 2009, Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf>. Acesso em: 20.06.2012, p. 42.

⁵⁰² CMV. Edital de Audiência Pública nº 03/2010, Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 22.04.2010, p. 2.

⁵⁰³ SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. *Agências de Classificação de Créditos e seu Papel de Gatekeepers*. In: *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). São Paulo, Malheiros, 2011, p. 379.

públicas e relatórios finais da CVM) que tratam das instituições intermediárias como *gatekeepers*.

4.1.1. Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários

As Corretoras são pessoas jurídicas (sociedades anônima ou sociedades limitadas⁵⁰⁴) que prestam serviços, de forma regulada, no mercado de títulos e valores mobiliários⁵⁰⁵. Sujeitam-se, atualmente, à competência do CMN, do BACEN⁵⁰⁶ e da CVM⁵⁰⁷, conforme a matéria, que podem editar normas quanto à sua atuação. Assim, o valor do capital mínimo é estabelecido pelo CMN⁵⁰⁸. De outra banda, sua autorização para constituição e funcionamento é de competência do BACEN⁵⁰⁹. Por sua vez, a mediação de valores mobiliários deverá ser objeto de autorização pela CVM⁵¹⁰. Ainda, em termos bastante gerais, a regulamentação emanada da CVM que incide sobre as corretoras concentra-se nas normas de conduta no mercado de valores mobiliários, referentes às atividades operacionais destas empresas, ao atendimento eficiente do cliente, ao funcionamento destas de forma a não causar distúrbios ao mercado como um todo⁵¹¹.

O ordenamento jurídico rege as corretoras principalmente nos seguintes normativos: Lei 4.728/65, Lei 6.385/76 e Resolução CMN 1.655. Em acréscimo, como

⁵⁰⁴ Regulamento Anexo à Resolução CMN 1.655/89, Artigo 3º, Parágrafo único.

⁵⁰⁵ A presente exposição diz respeito ao status corrente das corretoras, em sua conformação construída sob a égide do Sistema Financeiro Nacional. Para um histórico sobre os profissionais envolvidos na mediação de títulos e valores, os corretores de fundos públicos, os antecedentes dos atuais corretores, vide:

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v.II, t.I, l.II. Atual. por NEGRÃO, Ricardo. Campinas, Bookseller, 2001. p. 351-366.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações (Lei 6404/76)*, v. 3. VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva (Coord.). São Paulo, Co-edição entre Instituto dos Advogados de São Paulo e Resenha Universitária, 1980. p. xx-xxi.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2003. p. 20-21, 66 e 139.

⁵⁰⁶ Lei 4.728/65:

Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

(...)

VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.

⁵⁰⁷ Lei 6.385/76.

⁵⁰⁸ Artigo 8º da Lei 4.728/65.

⁵⁰⁹ Regulamento Anexo à Resolução CMN 1.655, Artigo 3º.

⁵¹⁰ Artigo 16, III, Lei 6385/76.

⁵¹¹ A exemplo da Instrução CVM 505, tratando de procedimentos para a intermediação (Capítulo II), regras de cadastro de clientes (Capítulo III), controles sobre ordens (Capítulo IV), dentre outros temas.

veremos adiante, por integrarem o rol de instituições financeiras (como equiparadas⁵¹² ⁵¹³ ou auxiliares⁵¹⁴), de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e de intermediárias do mercado⁵¹⁵, estão sujeitas à regulação que se impõe sobre as pessoas assim enquadradas.

Dentre as funções permitidas às corretoras, o negócio específico de mediação de valores mobiliários para investidores do mercado secundário organizado está previsto nos incisos I (“operar em recinto ou em sistema mantido por bolsa de valores; (...)”) e IV (“comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência; (...)”) da Resolução CMN 1.655, que determina o objeto social das corretoras⁵¹⁶.

⁵¹² Lei 4.595/64:

Art. 18. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras.

§ 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

(...) (Grifamos)

⁵¹³ A doutrina leciona que o Artigo 18, § 1º da Lei 4.595/64 equipara determinadas instituições, dentre elas as corretoras e distribuidoras, às instituições financeiras. Sobre o alcance, escopo e limitações resultantes da equiparação, vide SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo, Atlas, 2005. p. 72-77.

⁵¹⁴ Vide nota de rodapé 19, na Introdução deste trabalho.

⁵¹⁵ Como na redação da Instrução CVM 505:

Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução:

I – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários;

(...)

⁵¹⁶ Regulamento Anexo à Resolução CMN 1.655/89:

Art. 2º A sociedade corretora tem por objeto social:

I - operar em recinto ou em sistema mantido por bolsa de valores;

II - subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda;

III - intermediar oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado;

IV - comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;

V - encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários;

VI - incumbir-se da subscrição, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários;

VII - exercer funções de agente fiduciário;

VIII - instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento;

É sob estes itens do objeto social que a corretora integrar-se-á aos sistemas de uma bolsa ou mercado de balcão organizado, submetendo-se às suas regras e procedimentos, prospectará clientes, receberá os clientes interessados em negociar valores mobiliários, efetuará e manterá dados de cadastro de tais clientes, registrará e executará as ordens do cliente nas condições em que ele especificar e participará da conclusão da operação (na extensão específica exigida para um dado ativo ou mercado⁵¹⁷).

Analisaremos, na sequência, os diplomas, normas e dispositivos que atribuem às corretoras, no Direito do Mercado de Valores Mobiliários nacional, o papel de *gatekeeper*, seja prescrevendo condutas, seja impondo deveres, seja estabelecendo sanções por falhas no cumprimento da lei.

(i) Lei 9.613/98

Conhecida como “Lei de Lavagem de Dinheiro”, esta lei sofreu reforma em 2012, conforme alterações promovidas pela Lei 12.683/12. O diploma tem por objetivo

IX - constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários;

X - exercer as funções de agente emissor de certificados e manter serviços de ações escriturais;

XI - emitir certificados de depósito de ações; (Revogado parcialmente pela Resolução nº 2.099, de 17/8/1994, tão somente no que se refere à emissão de cédulas pignoratícias de debêntures).

XII - intermediar operações de câmbio;

XIII - praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes;

XIV - praticar operações de conta margem, conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários;

XV - realizar operações compromissadas;

XVI - praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros, nos termos da regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil;

XVII - operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;

XVIII - prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais;

XIX - exercer outras atividades expressamente autorizadas, em conjunto, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁵¹⁷ Em operações de bolsa, exemplificativamente, nos termos do Artigo 11 do Regulamento Anexo à Resolução CMN 1.655/89, a corretora se responsabiliza perante o seu cliente (o “comitente”) e as demais corretoras pela liquidação do negócio, dentre outros deveres. Nos exatos termos do dispositivo:

Art. 11. A sociedade corretora é responsável, nas operações realizadas em bolsas de valores, para com seus comitentes e para com outras sociedades corretoras com as quais tenha operado ou esteja operando:

I - por sua liquidação;

II - pela legitimidade dos títulos ou valores mobiliários entregues;

III - pela autenticidade dos endossos em valores mobiliários e legitimidade de procuração ou documentos necessários para a transferência de valores mobiliários.

estruturar um sistema preventivo, fiscalizatório e punitivo de ilícitos administrativos e de crimes envolvendo “lavagem de dinheiro” e ocultação de bens.

Seu Artigo 9º lista as pessoas físicas e jurídicas que estarão sujeitas aos deveres de identificação e registro, previstos no Capítulo VI, e de comunicação, previstos no Capítulo VII. No inciso III deste artigo, indica-se a atividade de custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação ou administração de títulos e valores mobiliários. Dessa forma, enquadram-se as corretoras, como instituições intermediárias do mercado de valores mobiliários, neste inciso, na medida em que realizem a custódia, liquidação, negociação e intermediação de valores mobiliários.

Verificada a submissão das corretoras, analisemos os deveres a que estão adstritas.

O Capítulo VI compreende, como já visto, os deveres de identificação dos clientes e de manutenção de registros referentes às operações realizadas. Examinando cada um dos deveres impostos pelo Artigo 10 para o caso específico das corretoras, temos que o inciso I impõe o dever de identificação de clientes e de manutenção de registros “nos termos e instruções emanadas das autoridades competentes.” Trata-se, na atualidade, da Instrução CVM 301, conforme alterada, que analisaremos mais profundamente na sequência, e da CVM, como órgão regulador da atividade de intermediação em mercados secundários organizados.

Do inciso II, a seu turno, decorre o dever das corretoras de registrarem operações com valores mobiliários realizadas no mercado secundário organizado, quando superiores a um patamar estabelecido pelo órgão regulador em regulamentação específica. A Instrução CVM 301, já mencionada, aborda referido ponto. O mesmo se aplica às políticas, procedimentos e controles internos previstos pela Lei 9.613/98 no inciso III, em relação às atividades das corretoras.

Pelo inciso IV, há o dever do próprio agente regulado de manter-se cadastrado perante a autoridade competente.

Por fim, resulta do inciso V o dever de a corretora fornecer as informações que forem demandadas pelo COAF.

Algumas observações podem ser extraídas dos deveres impostos às corretoras atuantes no mercado secundário organizado que permitem verificar na norma em comento uma estratégia regulatória que se vale da figura dos *gatekeepers*. A lei, em sua redação original, provavelmente não tinha tal escopo de forma consciente, enquanto as reformas de 2012 foram elaboradas em um ambiente jurídico em que a figura já permeava a ciência

jurídica e a legislação. Todavia, seja involuntária, seja voluntariamente, a estratégia é aplicada. A corretora, pela sua proximidade, e pelos mecanismos de “Conheça seu Cliente”⁵¹⁸ tem como avaliar e filtrar estas informações de modo mais eficiente do que o Estado ou o regulador. Com isso, pode-se também obstaculizar a realização do ilícito, na medida em que já seja essa a intenção do cliente.

O capítulo VII, a seu turno, trata dos deveres de comunicação. As corretoras atuantes no mercado secundário organizado, como pessoas incluídas no rol do Artigo 9º já examinado acima, devem atentar a operações que “possam constituir-se em sérios indícios dos crimes” descritos na Lei 9.613/98 ou a eles conexos, conforme determina o inciso I do Artigo 11. A aplicação prática deste dever abstrato vem no inciso II deste artigo, em que se impõe a obrigação de comunicar ao COAF as operações com tais características, quer estejam por se concretizar, quer já tenham sido realizadas⁵¹⁹. Também deverão ser comunicadas as operações que extrapolem os limites previstos no Artigo 10, II.

Um último dever que recai sobre as corretoras, nos termos do Artigo 11, diz respeito à imposição de uma espécie de declaração negativa a ser prestada pelas pessoas listadas no Artigo 9º. Nos termos do inciso III, há o dever de reportar à autoridade competente “a não ocorrência de propostas, transações ou operações passíveis de serem comunicadas nos termos do inciso II.”⁵²⁰.

Sobre os deveres de comunicação, o legislador recorre à necessidade do *gatekeeper* de preservar suas características de reputação e de *repeat player*, além de sua capacidade para obstaculizar ilícitos (neste caso, já em andamento). Para tanto, emprega

⁵¹⁸ Enquanto a noção de *gatekeeper* é mais recente, a noção de *Know your Client* ou “Conheça seu Cliente” originada do mercado financeiro já permeia o ordenamento jurídico pátrio há algum tempo. Sobre seu histórico, tem-se que:

Essa regra básica na luta contra a lavagem de dinheiro remonta a 1988, quando da Declaração da Basileia, que ficou conhecida como “Grupo dos Dez”, mesma época em que surgiu a convenção de Viena, das Nações Unidas, primeira convenção internacional a estabelecer a necessidade de incriminação da lavagem de dinheiro, embora ainda com escopo reduzido e relativo ao tráfico de drogas e substâncias entorpecentes.

Sobre seu conceito, a doutrina nacional leciona se tratar de princípio pelo qual:

(...) os participantes do mercado de capitais devem empregar toda a diligência necessário no sentido de efetivamente conhecerem as características e os perfis dos seus clientes, até para que possam avaliar as eventuais formas de atuação diante de indícios de “lavagem de dinheiro”.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, July Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo, Saraiva, 2012, p. 219-220.

⁵¹⁹ Artigo 11, II, b, Lei 9.613/98.

⁵²⁰ A regulamentação deste artigo no âmbito do mercado de valores mobiliários promovido pela Instrução CVM 301 estabelece no Artigo 7º-A que a comunicação deve ser feita à CVM. Contudo, em seu parágrafo segundo, prevê a possibilidade de convênio com o COAF no tocante ao recebimento de tais informações. Em 2014 (Ofício Circular CVM/SMI/SIN nº 01/14), a CVM determinou que a referida “declaração negativa” passaria a ser encaminhada unicamente ao COAF (item 2 do referido ofício).

estratégia regulatória que coloca a corretora como instância prévia de controle, em razão de sua proximidade com o negócio em que a infração ocorre.

Note-se, pelo exposto, que, na Lei 9.613/98, seja pelos deveres de registro, seja pelos deveres de comunicação de indícios de ilícito, a instituição intermediária põe em uso sua capacidade de obstaculizar ilícitos e é empregada como auxiliar do poder regulador.

À responsabilidade administrativa pelo descumprimento dos deveres previstos nos Artigos 10 e 11 são cominadas as sanções de advertência, multa pecuniária, inabilitação temporária por até dez anos para o administrador da pessoa jurídica e cassação ou suspensão da autorização para exercer a atividade, operar ou funcionar, podendo as sanções serem cumuladas⁵²¹.

Por fim, no campo do ilícito cometido, é interessante avaliar o instituto da delação premiada previsto pelo Artigo 1º, § 5º. Nele, faculta-se ao “autor, coautor ou partícipe” colaborar com o poder regulador, reportando informações tendentes à solução do crime. Estaríamos, nesta situação, diante do recurso à figura do *whistleblower* ou à figura do *gatekeeper*? Entendemos tratar-se deste último caso. Isto porque não há imposição de dever denúncia: há, de outra forma, a opção do “autor, coautor ou partícipe” de divulgar informações às autoridades de forma a se beneficiar das vantagens que a lei prevê para elidir a pena.

(ii) Instrução CVM 08

Impõe aos “intermediários” e a todos os participantes do mercado de valores mobiliários⁵²² a vedação à criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas⁵²³. Sob a qualificação de intermediário, as corretoras atuantes no mercado secundário organizado atendem o critério subjetivo para que a aplicação da instrução recaia sobre elas.

⁵²¹ Artigo 12 da Lei 9.613/98.

⁵²² Nota Explicativa CVM Nº 14/79, que entende que a Instrução CVM 08 (...) *explicita serem vedadas a todos os participantes do mercado a criação de condições artificiais na negociação de valores mobiliários, a manipulação de preço, as operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.*

⁵²³ Item I da Instrução CVM 08.

Este breve normativo estabelece o conceito legal, em seu item II⁵²⁴, para cada uma das figuras delitivas acima referidas. As quatro conceituações alcançam, dentre outras atividades, também aquelas desempenhadas pelas corretoras como intermediárias de operações de valores mobiliários entre investidores, cumprindo o critério objetivo para incidência do normativo. Isso se verifica:

- na alínea 'a', na referência ao ato ou omissão dolosa que provoque, direta ou indiretamente, alteração no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

- na alínea 'b', na utilização de artifício destinado a elevar, manter ou baixar a cotação de determinado valor mobiliário;

- na alínea 'c', na utilização de artil, para manter terceiro em erro com a finalidade de obtenção de vantagem ilícita de cunho patrimonial para as partes, intermediários ou terceiros envolvidos na operação; e

- na alínea 'd', na verificação do ilícito em negociações com valores mobiliários que coloque uma parte em situação de desequilíbrio ou desigualdade em relação aos demais partícipes.

O descumprimento aos deveres acima listados configura falta grave, por determinação da instrução em comento, em seu item III. Dessa forma, conforme facultado pela Lei 6.385/76⁵²⁵, pode a CVM aplicar as sanções previstas no Artigo 11, III a VIII⁵²⁶, de caráter mais gravoso ao ofensor.

⁵²⁴ II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize artil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

⁵²⁵ Artigo 11, § 3º.

⁵²⁶ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

A corretora depende, no mercado secundário, de sua idoneidade para conquistar clientes. Estas vedações e perspectivas de sanções servem para desincentivar condutas lesivas à sua reputação e, de forma conexa, à sua condição de *repeat player*, que podem acarretar prejuízos em caso de perda de negócios.

Ainda, a corretora, nesta situação, submete-se ao esquema típico proposto por Kraakman para os *gatekeepers*: a punição alcança terceiro, por infração que, ordinariamente, caberia apenas ao infrator direto suportar, de forma a tornar mais eficaz a finalidade da lei, posto ser mais fácil exercer a dissuasão sobre o *gatekeeper* do que sobre o infrator direto. Nesse sentido, ressalte-se que, neste caso, a sanção não alcança terceiro participante do delito, apenas de forma a forçá-lo a empregar controles preventivos mais severos. Isso porque a intenção permeia a realização das práticas descritas. Dessa forma, há que haver o dolo da instituição intermediária. Como leciona a doutrina:

O que não parece juridicamente viável, em qualquer dos ilícitos aqui tratados – mesmo para aqueles em que a letra do tipo especificamente considerado não exija dolo – é a condenação por uma atuação ou participação meramente culposa.⁵²⁷

(iii) Instrução CVM 301

A referida instrução promove a regulamentação da Lei 9.613/98 no âmbito do mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, especifica e detalha uma série de controles, procedimentos, registros e comunicações a entes do Poder Público (CVM e COAF).

Interessante notar que, em recente processo de reformulação da Instrução CVM 301, instituído pela Instrução CVM 523, houve o expresso reconhecimento da atribuição de *gatekeeper* aos intermediários do mercado de valores mobiliários. Conforme dispõe o

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

⁵²⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, July Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo, Saraiva, 2012, p. 116.

Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 01/2012, referente à alteração da Instrução CVM 301, o Artigo 6º, *caput*, recebeu a seguinte modificação:

A BSM sugeriu a inclusão da obrigação de monitorar continuamente as operações para coibir as condutas listadas no dispositivo e assegurar a eficácia do dever de *gatekeepers* dos intermediários de mercado. Nesse sentido, a participante propôs nova redação para o dispositivo, substituindo a expressão ‘dispensar especial atenção’ por ‘monitorar continuamente’.

O comentário foi considerado pertinente e está refletido na norma.⁵²⁸

De forma concreta, dentre as condutas a serem implementadas pelas corretoras em sua atuação como intermediárias dos clientes no mercado secundário organizado, tem-se, exemplificativamente e de forma resumida: (i) a identificação e cadastro dos clientes conforme os parâmetros mínimos de informações e documentos exigidos pela CVM⁵²⁹, (ii) a atualização periódica destes dados⁵³⁰; (iii) a atenção mais rigorosa às pessoas politicamente expostas⁵³¹; e (iv) o registro das operações realizadas com valores mobiliários, contendo as informações mínimas exigidas pela CVM⁵³². Importa destacar o dever de monitoramento imposto pelo Artigo 6º, que aponta situações específicas de mercado de títulos e valores mobiliários indicativas de possíveis infrações, explicitando o conteúdo do que seriam os “sérios indícios dos crimes previstos nesta Lei, ou com eles relacionar-se” previsto no Artigo 11, I da Lei 9.613/98. Nas hipóteses listadas, nota-se a imposição de conduta ativa a ser desempenhada pela corretora, valendo-se de seu posicionamento no negócio em curso, no sentido de constantemente contrapor os dados obtidos do cliente em relação ao fundamento econômico ou escopo da operação a ser concretizada.

Assim como em relação à Lei 9.613/98, os *gatekeepers* prestam-se como agentes do impedimento do ilícito e são empregados como instância prévia de controle em relação à intervenção do regulador.

As sanções administrativas são aquelas previstas na Lei 9.613/98, acrescentando a Instrução CVM 301 a observância ao processo administrativo previsto no

⁵²⁸ CVM. Relatório de Análise da Audiência Pública nº 01/2012. Processo CVM 2012-1213. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flávia Mouta Fernandes 28.05.12. A menção à BSM refere-se à BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM, que submeteu comentários à audiência pública.

⁵²⁹ Artigo 3º da Instrução CVM 301.

⁵³⁰ Artigo 3º, § 2º da Instrução CVM 301.

⁵³¹ Conforme definição extensa dada pelo Artigo 3º-B da Instrução CVM 301.

⁵³² Artigo 4º da Instrução CVM 301.

Anexo ao Decreto 2.799/98⁵³³.

(iv) Instrução CVM 461⁵³⁴

O foco desta instrução são os mercados regulamentados⁵³⁵. Todavia, ao tratar das operações a serem realizadas nos mercados organizados⁵³⁶, abordam-se as atividades das corretoras, ora sob a designação mais ampla, preferida por esta norma, de “pessoa autorizada a operar”⁵³⁷, ora sob a designação de “intermediários”, como espécie de “pessoa autorizada a operar”⁵³⁸.

Decorre do Artigo 37, III, o amplo dever das “pessoas autorizadas a operar” de cooperar com a área de autorregulação das entidades administradoras dos mercados em que operem, fornecendo acesso a registros e outros documentos relacionados às suas atividades operacionais.

O descumprimento deste dever sujeita a pessoa autorizada a operar às sanções previstas em regulamento pelo órgão de autorregulação.⁵³⁹

No Artigo 51, observam-se deveres impostos no sentido de realçar a importância da reputação do *gatekeeper*. Assim, como requisito para a “pessoa autorizada a operar” participar de um mercado organizado, exige-se a idoneidade daqueles que a representem, além dos requisitos técnicos e estruturais⁵⁴⁰. Também é mandatória a “existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de

⁵³³ Artigo 8º da Instrução CVM 301.

⁵³⁴ A Instrução CVM 461 contém regras impostas pelo regulador destinadas diretamente às instituições intermediárias e contém regras que atribuem ao poder de autorregulação das instituições administradoras de mercado organizado fixar. Apontaremos estas últimas no presente item, sem, contudo, aprofundar o tratamento da autorregulação, que envolve aspectos próprios e merece discussão apartada, o que não é o objetivo deste trabalho.

⁵³⁵ Art. 2º *Os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão e o mercados de balcão não-organizados.* Instrução CVM 461.

⁵³⁶ Art. 3º (...)

§1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.

⁵³⁷ Art. 11. *Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado.*

⁵³⁸ Artigo 11, Parágrafo único, I, da Instrução CVM 461.

⁵³⁹ Artigos 48 e 49 da Instrução CVM 461.

⁵⁴⁰ Artigo 51, § 1º, da Instrução CVM 461.

conduta aplicáveis”⁵⁴¹. Por fim, nesse mesmo sentido, faculta-se, ainda, à entidade administradora do mercado organizado, exigir reputação ilibada⁵⁴².

Outro dispositivo de relevo para a atuação da corretora como *gatekeeper* consta do dever de “segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse”⁵⁴³. Tal dispositivo atua no sentido de reforçar as características de capacidade para obstaculizar o ilícito e de obtenção de ganhos menores em caso de participação na infração, uma vez que visam preservar a independência do *gatekeeper*.

No Artigo 52, acresce-se uma esfera de acompanhamento além do regulador sobre as corretoras, na qualidade de “pessoas autorizadas a operar” em mercado organizado. Com isso, nos termos do inciso II, deverão prestar as informações que os órgãos de administração e de fiscalização e supervisão da entidade administradora solicitarem.

Em adição aos dispositivos que impõem normas diretamente às “pessoas autorizadas a operar”, a Instrução CVM 461 atribui poder de autorregulação às entidades administradoras de mercado organizado para impor suas próprias regras sobre as atividades das “pessoas autorizadas a operar” em seu ambiente de negociação. O Artigo 17 exemplifica este caso, prevendo que a entidade administradora deve estipular “normas de conduta necessárias ao seu bom funcionamento e à manutenção de elevados padrões éticos de negociação nos mercados por ela administrados (...)” aplicáveis também às “pessoas autorizadas a operar”. Ainda, no Anexo II à instrução, requer-se a elaboração de Código de Conduta destinado às “pessoas autorizadas a operar”, como parte dos documentos para pedido de autorização para funcionamento de bolsa.

Dos dispositivos examinados, nota-se uma modelagem regulatória imbuída do intuito de fortalecer traços essenciais da figura dos *gatekeepers* (a reputação, a capacidade de prevenir ilícitos e os reduzidos ganhos a serem obtidos com o ilícito).

(v) Lei Complementar 105/01

A Lei Complementar em comento versa sobre o sigilo das operações financeiras, imposto a todas as entidades que arrola como sendo instituições financeiras.

⁵⁴¹ Artigo 51, § 3º, da Instrução CVM 461

⁵⁴² Artigo 51, § 4º, da Instrução CVM 461.

⁵⁴³ Artigo 51, § 3º, da Instrução CVM 461.

Para os fins desta lei, as corretoras são como tal expressamente tipificadas⁵⁴⁴. Na medida em que informam dados relevantes para o monitoramento do risco, exercem importante função na manutenção da higidez do sistema financeiro nacional. A troca de informações entre instituições financeiras, para fins cadastrais, inclusive por intermédio de centrais de risco, está prevista no Artigo 1º, 3º, I.

Ainda, nos termos do Artigo 2º, § 3º o sigilo das operações financeiras realizadas no mercado de valores mobiliários não pode ser oposto contra a CVM no exercício de suas funções fiscalizatórias⁵⁴⁵. Com isso, a autarquia tem acesso às informações obtidas e mantidas pelas corretoras em sua atividade de intermediação de valores mobiliários, qualificadas, por força da lei complementar, como operações financeiras⁵⁴⁶. Para o órgão regulador, tal medida proporciona a presença de um monitor eficientemente posicionado e experiente na matéria, que lhe fornecerá informações, dados e documentos relevantes que permitam a detecção ou a punição de condutas contrárias ao ordenamento jurídico.

A relevância das informações protegidas pelo sigilo justifica que a sua quebra, exceto na forma permitida pela lei complementar, configure crime passível de pena de reclusão e multa⁵⁴⁷, assim como a relevância da prestação destas informações, conforme estipulado pela lei, justifica que tais penas alcancem “quem omitir, retardar injustificadamente ou prestar falsamente as informações requeridas (...)”⁵⁴⁸

(vi) Instrução CVM 505

No jargão do mercado, a Instrução CVM 505 é comumente referida como as “regras de cadastro”, vez que possui capítulo específico sobre o conteúdo mínimo a ser exigido pela instituição intermediária a seus clientes investidores e que este era o tema de

⁵⁴⁴ Artigo 1º, § 1º, III, da Lei Complementar 105/01.

⁵⁴⁵ Lei Complementar 105/01:

Artigo 2º (...)

(...)

§ 3º O disposto neste artigo aplica-se à Comissão de Valores Mobiliários, quando se tratar de fiscalização de operações e serviços no mercado de valores mobiliários, inclusive nas instituições financeiras que sejam companhias abertas.

(...)

⁵⁴⁶ Artigo 5º, §1º, VII, da Lei Complementar 105/01.

⁵⁴⁷ Artigo 10 da Lei Complementar 105/01.

⁵⁴⁸ Artigo 10, § único da Lei Complementar 105/01.

enfoque da Instrução CVM 387, a que sucedeu⁵⁴⁹. No entanto, seu escopo é bem mais amplo, estabelecendo as normas e procedimentos a serem observados pelas corretoras (e por outras instituições, sob o conceito amplo de “intermediário”⁵⁵⁰) nas negociações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. Para tanto, trata, dentre diversos assuntos, do dever de estruturação de controles internos pelo intermediário, da indicação de diretor a ser responsabilizado pelo cumprimento da instrução e de outro pela supervisão dos procedimentos e controles internos adotados, e da lista taxativa de meios para transmissão de ordens⁵⁵¹.

A instrução é de suma importância, posto que disciplina as corretoras em aspectos essenciais de sua atividade de mediação de operações entre investidores no mercado secundário organizado. Acresce a isso que a edição desta norma reflete a confiança do regulador na capacidade dos intermediários (dentre eles as corretoras) como *gatekeepers* hábeis no acompanhamento da regularidade das operações de mercado, uma vez que:

O modelo de regulação das operações passa a se basear, prioritariamente, na adoção e supervisão de regras, procedimentos e controles internos estabelecidos pelos próprios intermediários, atendendo a parâmetros mínimos determinados pela Instrução e pelas normas das entidades administradoras de mercados organizados.⁵⁵²

Alguns dispositivos merecem destaque.

Em relação ao regramento anterior⁵⁵³, a Instrução CVM 505 traz importante inovação. Pelo Artigo 14, os diálogos mantidos por telefone ou sistema de voz passam a ser gravados obrigatoriamente. Assim, todas as formas de transmissão de ordens aceitas pela instrução vigente (por escrito; por telefone e outros sistemas de transmissão de voz; ou por sistemas eletrônicos de conexões automatizadas, como previsto no Artigo 12)

⁵⁴⁹ A Instrução 505 revogou também a Instrução CVM 122, sobre a identificação de comitentes finais em operações em bolsa de valores.

⁵⁵⁰ Art. 1º *Considera-se, para os efeitos desta Instrução:*

I – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários;
(...)

⁵⁵¹ Em contraste com a Instrução CVM 387, revogada pela Instrução CVM 505, a norma em vigor dota as entidades administradoras de mercados organizados de maior autonomia para reger como os deveres delineados na regulamentação serão operacionalizados na prática.

⁵⁵² BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM. *CVM edita duas Instruções sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados.* 27 de Setembro de 2011. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/110927NotA.asp>>. Acesso em: 01.03.2014.

passam a ter registro passível de arquivamento e manutenção. A comprovação inequívoca sobre como se deu o ato da ordem fica, assim, disponível para posterior investigação da corretora, como *gatekeeper*, e do regulador, inclusive tornando mais eficiente a persecução em caso de ilícito.

No Artigo 22, impõe-se ao intermediário o dever de identificar seus clientes nas seguintes hipóteses:

Art. 22. O intermediário deve identificar o comitente final em todas as:
I – ordens que transmita ou repasse;
II – ofertas que coloque; e
III – operações que execute ou registre.

Tratam-se de mandamentos bastante objetivos, de conteúdo prático, que aplicam um esquema destacado doutrina de Kraakman ao permitir ao *gatekeeper* obstaculizar o ilícito, sem que seja necessário buscar interpretação sobre o que consiste o seu dever⁵⁵⁴.

O capítulo VII, a seu turno, versa sobre as normas de conduta a serem adotadas pelos intermediários.

Os aspectos de reputação do intermediário *gatekeeper* são reforçados nos deveres de boa fé, diligência e lealdade⁵⁵⁵ e na vedação de privilegiar interesses próprios em detrimento dos clientes⁵⁵⁶. Na sequência⁵⁵⁷, atribui-se ao intermediário o estabelecimento de regras, procedimentos e controles próprios com objetivo de tratar a questão dos conflitos de interesse, buscando a transparência de informações para o cliente e a isenção da corretora ao prestar seu serviço, o que fortalece a característica do *gatekeeper* de obter ganhos menores em caso de infração.

⁵⁵³ Instrução CVM 387.

⁵⁵⁴ Kraakman destaca, em discussão sobre a seleção de quais deveres podem ser mais eficientemente atribuídos aos *gatekeepers*, que: *Circumspect duties encourage gatekeepers to detect easily visible misconduct without creating liability for wrongdoing that is costly or impossible to spot.* E dá o exemplo do dono ou do funcionário de um bar, cujo dever de solicitar identificação para barrar menores de adquirirem álcool é simples e eficaz.

Em contraste, deveres que exijam a determinação de seu conteúdo são mais complexos: *Without more, duties of due care or reasonable investigation are mere placeholders that shift the problem of duty design elsewhere. In the first instance, they shift the problem to the discretion of gatekeepers, subject to ex post review by the courts.*

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986, p. 79-80.

⁵⁵⁵ Artigo 30, *caput*.

⁵⁵⁶ Artigo 30, § único.

⁵⁵⁷ Artigo 31.

Por fim, o Artigo 32 lista um rol de deveres que alistam a corretora, como *gatekeeper*, para atuar na prevenção (como no caso do inciso I⁵⁵⁸), na detecção (ilustrada pelos incisos II⁵⁵⁹ e III⁵⁶⁰) e no *enforcement* dos ilícitos (a exemplo do inciso IV⁵⁶¹), além de conter dispositivos sobre a transparência do relacionamento com seus os clientes (incisos V a VIII).

A infração a estes e a outros dispositivos listados pela Instrução CVM 505 são reputados como graves para os fins de aplicação das sanções previstas na Lei 6.385/76.

(vii) Resolução CMN 3.849

As corretoras, como “instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil”⁵⁶² estão sujeitas a esta norma de 2010 do CMN, que impõe o dever de instituir ouvidoria⁵⁶³. Tal órgão (ou “componente organizacional”, como prefere a resolução) tem função de estabelecer canal de comunicação com o cliente e de mediação de conflitos (Artigo 1º).

As corretoras⁵⁶⁴ podem valer-se das previsões contidas nos parágrafos 8º e 9º do Artigo 1º para uma alocação eficiente de recursos. O primeiro dispositivo lhes permite firmar convênio com associações de classe a que pertençam ou com as bolsas em que negociem, para utilização conjunta de ouvidoria por estas organizada. O segundo, a seu turno, faculta às instituições integrantes de conglomerado (o que abarca número significativo de corretoras na realidade) manter ouvidoria única.

De certo que o tema é incidental à atuação das corretoras como *gatekeepers*. Todavia, a atividade de ouvidoria contribui para instrumentalizar a atividade destas, sob tal qualificação. É o que decorre das atribuições que a resolução impõe. Nesse sentido, ao

⁵⁵⁸ I – zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias;

⁵⁵⁹ II – manter controle das posições dos clientes, com a conciliação periódica entre:

a) ordens executadas;

b) posições constantes na base de dados que geram os extratos e demonstrativos de movimentação fornecidos a seus clientes; e

c) posições fornecidas pelas entidades de compensação e liquidação, se for o caso.

⁵⁶⁰ III – manter registro de conta corrente de todas as movimentações financeiras de seus clientes;

⁵⁶¹ IV – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação;

⁵⁶² Artigo 1º da Resolução CMN 3.849.

⁵⁶³ Antes da Resolução CMN 3.849, a Resolução CMN 3.489 já tratava do dever das corretoras e distribuidoras de manter ouvidoria.

tratar as reclamações de clientes e de usuários de produtos e serviços⁵⁶⁵, ao sugerir a promoção de melhorias aos órgãos societários mais altos da empresa⁵⁶⁶, e ao disponibilizar relatórios ao Poder Regulador⁵⁶⁷, o *gatekeeper* monitora, organiza e revisa informações. Isso lhe permite detectar e impedir ou reportar o ilícito, conforme a situação, em um esquema de utilização das características elementares e do emprego da figura em uma estratégia de regulação, que se presta tanto a prevenir quanto a aplicar a lei de forma adequada em caso de ilícito consumado.

(viii) Instrução CVM 529

A instrução dispõe sobre a instituição da ouvidoria no âmbito do mercado de valores mobiliários. Posterior à resolução do CMN que regrou a matéria no âmbito do mercado financeiro, a Instrução CVM 529 propõe um caráter de ampliação do objeto da Resolução CMN 3.849 para o campo do mercado de capitais. É o que manifesta o relatório de análise da CVM elaborado após recebimento de comentários em sede de audiência pública:

⁵⁶⁴ Por exclusão, posto que outras instituições financeiras são especificamente identificadas e regradas nos §§ 5º, 6º e 7º.

⁵⁶⁵ Artigo 2º (...)

I - receber, registrar, instruir, analisar e dar tratamento formal e adequado às reclamações dos clientes e usuários de produtos e serviços das instituições referidas no caput do art. 1º que não forem solucionadas pelo atendimento habitual realizado por suas agências e quaisquer outros pontos de atendimento;

(...)

⁵⁶⁶ Artigo 2º(...)

(...)

V - propor ao conselho de administração ou, na sua ausência, à diretoria da instituição medidas corretivas ou de aprimoramento de procedimentos e rotinas, em decorrência da análise das reclamações recebidas; e

(...)

⁵⁶⁷ Artigo 2º(...)

(...)

VI - elaborar e encaminhar à auditoria interna, ao comitê de auditoria, quando existente, e ao conselho de administração ou, na sua ausência, à diretoria da instituição, ao final de cada semestre, relatório quantitativo e qualitativo acerca da atuação da ouvidoria, contendo as proposições de que trata o inciso V.

(...)

§2º Os relatórios de que trata o inciso VI devem permanecer à disposição do Banco Central do Brasil pelo prazo mínimo de cinco anos na sede da instituição.

(...)

E, ainda:

Art. 4º (...)

§ 5º O diretor responsável pela ouvidoria deve elaborar relatório semestral, na forma definida pelo Banco Central do Brasil, relativo às atividades da ouvidoria nas datas-base de 30 de junho e 31 de dezembro e sempre que identificada ocorrência relevante.

(...)

Por fim, deve-se ter em mente que a proposta representa a extensão da atuação das Ouvidorias para o âmbito do mercado de valores mobiliários, visto que o Conselho Monetário Nacional (CMN) já implementou o objeto da Minuta em sua Resolução nº 3.849, de 25 de março de 2010.⁵⁶⁸ (Grifamos)

O efeito disso, refletido pelo texto da instrução, é que a norma da CVM usa a essência da regulamentação do CMN como base. Assim, reconhece que parte dos sujeitos alcançados pela instrução são também submetidos à resolução e que, inclusive já implementaram e mantém estruturas relacionadas, para, naquilo que for peculiaridade e específico do mercado de valores mobiliários, tratar da particularidade.

As corretoras, como “instituições habilitadas a atuar como integrante do sistema de distribuição” (Artigo 2º, I) estão submetidas à instrução em comento. De novo tendo em mente a otimização de recursos, o Poder Administrativo prevê que as instituições regradas por esta instrução, quando for o caso, podem aproveitar a estrutura já montada para atender a regulamentação do mercado financeiro⁵⁶⁹. Da mesma forma, instituições de um mesmo “grupo econômico” podem compartilhar uma mesma estrutura⁵⁷⁰.

Talvez considerando a interpenetração que a função da ouvidoria tem com o emprego das instituições intermediárias como *gatekeeper*, como consideramos no item anterior, a norma exige componentes de reputação à ouvidoria, como a probidade, a boa fé e a ética profissional⁵⁷¹. A exigência não tem paralelo na Resolução CMN 3.849⁵⁷². A seu turno, pelas suas origens em investigações sobre a governança corporativa e sobre regulação de mercado de valores mobiliários, parece verossímil que o regulador de mercado de valores mobiliários tenha refletido sobre a figura do *gatekeeper* para a construção de um ouvidor eficiente, e na contribuição desse ouvidor para a atuação da instituição intermediária como *gatekeeper*.

Assim como na Resolução CMN 3.849, incumbe ao ouvidor tratar as manifestações de clientes e de usuários de produtos e serviços⁵⁷³, sugerir a implementação

⁵⁶⁸ CVM. Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2012. Processo CVM nº 2010-3269. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes, 01.11.2012. p. 2.

⁵⁶⁹ Artigo 4º, § 1º.

⁵⁷⁰ Artigo 4º, § 2º.

⁵⁷¹ Artigo 5º, I.

⁵⁷² A Resolução CMN 3.849 se restringe a exigir que o exame de certificação previsto em seu Artigo 6º contenha o tema de ética.

⁵⁷³ Artigo 1º.

de melhorias aos órgãos societários de maior hierarquia na sociedade⁵⁷⁴, e elaborar relatórios para o Regulador⁵⁷⁵. O texto destas duas últimas incumbências guarda bastante semelhança nos dois normativos. Já o objeto do contato com o cliente ou usuário é mais amplo na Instrução CVM 529, prevendo uma forma de incentivo positivo ao *gatekeeper*, como aprofundaremos no capítulo 5.

Por fim, note-se a previsão do Artigo 10, § 3º, em que o órgão competente da CVM (a SOI), pode dispensar a abertura de processo administrativo caso receba demanda que considere já ter sido atendida a contento pela ouvidoria. Com isso, pretende a CVM que “Na medida em que as Ouvidorias das instituições deem adequadas soluções às reclamações encaminhadas pela CVM, conforme prevê o § 3º do art. 10, diminuirão os casos de instauração de processos administrativos.”⁵⁷⁶ Ao que nos parece, a medida acerta pela economia de recursos que gera, uma vez que o problema já teve o devido tratamento pelo órgão auxiliar do regulador.

Assim como para a Resolução CMN 3.849, importa lembrar que a conexão entre o papel da ouvidoria e o *status* de *gatekeeper* da corretora pela Instrução CVM 529 se dá na medida em que um influi no exercício do outro. Assim, tem-se que a corretora, por meio da sua ouvidoria, obtém elementos para a atuação da corretora como *gatekeeper*, fortalecendo seu caráter de intermediário reputacional (como no Artigo 5º, I), e de agente capaz de prevenir ilícitos (como no Artigo 9º, I).

Ainda, duplica a função do *gatekeeper* como monitor (na medida em que processa e analisa as informações recebidas, como nos relatórios e estatísticas que deve produzir) e como auxiliar do regulador (na qualidade de instância de resolução de problemas).

(ix) Instrução CVM 539

A instrução de 2013 dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (processo ou dever conhecido, no

⁵⁷⁴ Artigo 9º, I.

⁵⁷⁵ Artigo 9º, II e Artigo 12.

⁵⁷⁶ CVM. Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2012. Processo CVM nº 2010-3269. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes, 01.11.2012. p. 3.

jargão de mercado, como *suitability*⁵⁷⁷). Anteriormente à edição desta norma, a Administração Pública havia abordado o tema na Deliberação nº 7 do COREMEC, estabelecendo diretrizes para a elaboração de futura regulamentação sobre o tema⁵⁷⁸.

As corretoras sujeitam-se aos termos da Instrução CVM 539 como “pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”⁵⁷⁹.

A norma trata do atendimento a determinado cliente, feito em contato direto, e não em oferta inespecífica, feita ao público em geral⁵⁸⁰. Nesse âmbito, ao prestar serviços no mercado de valores mobiliários, deverá a corretora comparar as condições de seu cliente com as especificações de um determinado produto⁵⁸¹, no intuito de aferir, conforme determina a norma, se:

Art. 2º (...)

I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente;

II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e

III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

Para obter as informações que permitam este exame, competirá à corretora “avaliar e classificar o cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas”⁵⁸², a ser confrontado com a classificação das categorias de produtos que a corretora ofereça⁵⁸³. Ambos os materiais deverão ser formulados pela instituição intermediária, conforme os critérios previstos na norma⁵⁸⁴, e atualizados periodicamente⁵⁸⁵.

⁵⁷⁷ CVM. Edital de Audiência Pública SDM nº 15/11. Superintendente de Desenvolvimento do Mercado Flavia Mouta Fernandes. 13.12.2011, Item “1. Introdução”.

⁵⁷⁸ COREMEC - Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização. Deliberação nº 7, de 19 de junho de 2009.

⁵⁷⁹ Artigo 1º.

⁵⁸⁰ Esta questão fica bem explicitada no Edital de Audiência Pública:

O âmbito da Minuta é amplo e pretende incluir todos os meios de realização de oferta e recomendação, desde que direcionados a clientes específicos. Dessa forma, ficam excluídos da incidência desta norma atos de distribuição pública, com a utilização de prospectos ou anúncios destinados ao público; a procura de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários; ou a utilização de publicidade por meio de comunicação de massa ou eletrônica dirigida ao público em geral.

CVM. Edital de Audiência Pública SDM nº 15/11. Superintendente de Desenvolvimento do Mercado Flavia Mouta Fernandes. 13.12.2011, Item “2. A Minuta”.

⁵⁸¹ Foi sugerida no âmbito do Relatório de Análise da Audiência Pública a substituição do termo produto pela expressão mais precisa “valores mobiliários. A CVM, contudo, optou pela sua manutenção. CVM. Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2012. Processo CVM nº 2010-3269. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes, 01.11.2012. p. 2-3.

⁵⁸² Artigo 3º.

⁵⁸³ Artigo 4º.

⁵⁸⁴ Para a classificação do cliente, § 1º a 5º do Artigo 2º. Para as categorias de produto, § 4º do Artigo 4º.

⁵⁸⁵ Artigo 8º.

Estabelecidas estas bases para que a instituição intermediária tenha informações sobre seus clientes, ela não poderá recomendar produtos ou serviços nas seguintes hipóteses:

Artigo 5º (...)

I – o perfil do cliente não seja adequado ao produto ou serviço;

II – não sejam obtidas as informações que permitam a identificação do perfil do cliente; ou

III – as informações relativas ao perfil do cliente não estejam atualizadas.

A impossibilidade de a corretora recomendar não significa, todavia, que o cliente fica impedido de realizar a operação. Conforme destaca o relatório de análise do edital de audiência pública:

O **caput** do art. 1º não tem a intenção de desincumbir seus destinatários de cumprir uma ordem do seu cliente, mas sim, em todo caso, verificar a adequação do produto ou serviço ao perfil do referido cliente, não podendo realizar operações antes de cumprir tal requisito. (Grifos no original)⁵⁸⁶

Em face de ordem do cliente, deverá a corretora informá-lo sobre o motivo que desencadeou a vedação (a inadequação ao seu perfil, a falta de informações e/ou a desatualização) e providenciar declaração de que o cliente conhece os motivos resultantes da vedação⁵⁸⁷.

O descumprimento destas previsões (Artigos 5º e 6º) configura infração grave no sistema da Lei 6.385/76.

Além destas medidas, deverá a instituição intermediária, nos termos do Artigo 7º, organizar regras, procedimentos e controles internos para que seu procedimento de *suitability* possa ser objeto de supervisão (inciso i); estruturar políticas quanto à “recomendação de produtos complexos” (inciso II); e nomear diretor responsável pela aplicação da instrução (inciso III).

A tarefa de verificar o *suitability* das operações que recomenda e das ordens que recebe permite à corretora obter um amplo panorama sobre o cliente que atende. Informação, como visto nas análises anteriores, possibilita prevenção da atividade delitiva e a detecção desta, munindo a corretora de ferramentas para a atuação como *gatekeeper*.

⁵⁸⁶ CVM. Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2012. Processo CVM nº 2010-3269. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes, 01.11.2012. p. 4.

Na seara específica do *suitability*, em que a interação da instituição intermediária com o cliente antes da realização da operação é imposta, o *gatekeeper* é induzido a exercer a função desejada pela doutrina de “*to groom for admission*”⁵⁸⁸, ou seja, adequar o cliente para que seu acesso ao mercado observe o ordenamento jurídico.

Também importante é a revisão periódica que a corretora precisará fazer de seus produtos. A norma força a constante atualização da corretora, em consonância com o tempo da inovação financeira.

4.1.2 Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários

As distribuidoras são pessoas jurídicas que se revestem, obrigatoriamente, da forma das sociedades anônimas ou das sociedades limitada⁵⁸⁹. A sua autorização para funcionamento deve ser obtida perante o BACEN⁵⁹⁰, enquanto a autorização para atuar no mercado de valores mobiliário depende da CVM⁵⁹¹. No âmbito das operações de mercado de valores mobiliários, a CVM estabelece suas normas de conduta. Como instituições financeiras equiparadas ou auxiliares⁵⁹², submetem-se à regulação do CMN. O seu arcabouço regulatório, portanto, é semelhante àquele estruturado para as corretoras. As diferenças residem, de forma geral, na regulação das atividades que integram o rol do objeto social permitido às corretoras, mas não às distribuidoras, como a intermediação de câmbio (sob regras editadas pelo BACEN) e como certos serviços de natureza societária (objeto de tratamento pela CVM)⁵⁹³.

A legislação de base sobre estas instituições inclui a Lei 4.728/65, a Lei 6.385/76 e a Resolução CMN 1.120.

No âmbito do mercado secundário organizado, a função das distribuidoras, na atualidade, é a mesma das corretoras, prestando serviços de mediação entre investidores,

⁵⁸⁷ Artigo 6º.

⁵⁸⁸ Vide lição de Cunningham na nota de rodapé 278 acima.

⁵⁸⁹ Artigo 4º da Resolução CMN 1.120

⁵⁹⁰ Artigo 3º, *caput*, da Resolução CMN 1.120.

⁵⁹¹ Artigo 3º, parágrafo único, Resolução CMN 1120.

⁵⁹² Vide as notas de rodapé 513, 514, 515 e 19 sobre as instituições financeiras equiparadas e auxiliares.

⁵⁹³ Regulamento Anexo à Resolução CMN 1.655:

Artigo 2º A sociedade corretora tem por objeto social:

(...)

X – exercer as funções de agente emissor de certificados e manter serviços de ações escriturais;

XI – emitir certificados de depósito de ações;

(...)

para que estes possam realizar os negócios com seus valores mobiliários em sistemas de bolsa de valores ou de balcão organizado.

No mercado de balcão organizado, tal atuação sempre lhe foi possível. No mercado de bolsa de valores, contudo, a permissão de acesso foi concedida na Decisão-Conjunta nº 17, emitida pelo BACEN e CVM em 02 de março de 2009⁵⁹⁴. Tal permissão não lhe era originalmente prevista como objeto social possível, caracterizando, na época, seu traço distintivo em relação às corretoras, às quais as distribuidoras precisavam recorrer para o acesso à bolsa necessário para concluir as negociações de seus clientes.

Atualmente, a distribuidora mimetiza as funções da corretora no mercado secundário organizado, sob as seguintes designações, todas elas examinadas no item 4.1.1: na condição de “instituição equiparada”, conforme expressão corrente na doutrina para as instituições listadas no Artigo 18, § 1º da Lei 4.595/64; no exercício da “atividade corretora” prevista no Artigo 2º, VI, da Lei 4.728/65; como instituições integrantes do “Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários”, na Lei 6385, artigo 15, III; como “pessoa” que tenham como atividade a custódia, liquidação, negociação e intermediação de valores mobiliários previstas na Instrução CVM 301, Artigo 2º, I, em regulamentação às “pessoas jurídicas” que tenham como atividade a custódia, liquidação, negociação, intermediação de valores mobiliários previstas na Lei 9.613/98, Artigo 9º, III; como o “intermediário” do Item I da Instrução CVM 08 e do Artigo 1º, I, Instrução CVM 505; como as “Pessoas autorizadas a operar” ou, novamente, “intermediários” na Instrução CVM 461, em seu Artigo 11, *caput*, e Artigo 11, Parágrafo único, I, respectivamente; como “instituições financeiras”, nos termos do Artigo 1º, § 1º, III da Lei Complementar 105/01; como “instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil”, na forma do Artigo 1º da Resolução CMN 3.849; como “instituições habilitadas a atuar como integrante do sistema de distribuição” do Artigo 2º, I da Instrução CVM 529; e, por fim, como “pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”, na forma do Artigo 1º da Instrução CVM 539.

Na medida em que a atuação e a qualificação legal se confundem, aplicam-se também às distribuidoras os comentários feitos às corretoras, de forma que, onde se aponta a atuação das corretoras como *gatekeepers*, as mesmas considerações são transpostas à realidade das distribuidoras.

⁵⁹⁴ Artigo 1º As sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários ficam autorizadas a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores. BACEN; CVM. Decisão-Conjunta nº 17. 02 de março de 2009.

Diante da identidade de atuação entre as instituições em comento, surge o questionamento sobre a relevância e conveniência de o Poder Público manter duas estruturas distintas no Sistema Financeiro Nacional.

Sobre o assunto, leciona Yazbek:

Vale aqui frisar que as distinções entre as categorias acima referidas, corretoras de valores, distribuidoras de valores e corretoras de mercadorias, vêm, cada vez mais, sendo erodidas pelas práticas de mercado (ou melhor dizendo, pela cada vez maior integração entre os mercados em que tais agentes atuam), não sendo raras, hoje, as discussões sobre a eventual unificação dessas categorias. Neste sentido, é interessante apontar que mesmo a CVM, ao referir os agentes autorizados a operar em mercados de bolsa e de balcão na Instrução CVM nº 461/2007, optou por adotar apenas a expressão, mais genérica, “pessoas autorizadas a operar”, sem maiores qualificações.⁵⁹⁵

Há que se acompanhar, portanto, o acontecimento de uma eventual reforma em relação às distribuidoras.

4.1.3. Agentes Autônomos de Investimento

A regulamentação fundamental dos agentes autônomos de investimento é encontrada na Lei 6.385/76, que posiciona este agente entre as instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários⁵⁹⁶, e pela Instrução CVM 497. No ordenamento jurídico em vigor, o agente autônomo de investimento é a pessoa natural que exerça tal função na forma da lei⁵⁹⁷, podendo estes profissionais organizarem-se sob a forma de sociedade ou firma individual⁵⁹⁸, que não terá, contudo, a condição de agente autônomo de investimento pessoa jurídica, como no sistema revogado com a Instrução CVM 434⁵⁹⁹.

⁵⁹⁵ YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. ampl., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009. p. 168.

⁵⁹⁶ Lei 6.385/76:

Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

(...)

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; e

(...)

⁵⁹⁷ Artigo 1º Instrução CVM 497.

⁵⁹⁸ Artigo 2º Instrução CVM 497.

⁵⁹⁹ (...) Neste sentido, será mantida a linha originariamente adotada, de permissão de constituição de pessoas jurídicas e de exigência de seu registro, sem que persista, porém, a distinção entre agente autônomo pessoa natural e agente autônomo pessoa jurídica, hoje adotada.(...) Relatório de Análise, item 3.2.

A sua regulação pela CVM vem usando, uniformemente, no tempo, a descrição de que a atividade dos agentes autônomos deve ocorrer “sob a responsabilidade e como preposto” de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários⁶⁰⁰. A sua existência justificava-se na intenção de dar capilaridade às instituições intermediárias (aqui compreendidas em seu sentido amplo) em suas atividades de mercado primário e secundário. Dessa forma, permitia-se a estas instituições a possibilidade de aumentar o alcance de seus serviços pelo país, tendo no agente autônomo um representante. Nessa linha, a CVM explica o papel cumprido pelos agentes autônomos de investimento desde a sua criação até os debates que promoveram a edição da Instrução CVM 497, hoje vigente:

A utilização dos agentes autônomos mostrou-se, em especial durante o período de crescimento recente do mercado brasileiro, um importante instrumento de distribuição para os intermediários, que, afinal, se encontram concentrados nos maiores centros urbanos. Assim, a contratação do agente autônomo pelo intermediário permite um alargamento da base de clientes, com a prospecção destes em outras regiões. A rigor, esse movimento acaba por permitir também um aumento nas possibilidades de investimento para públicos antes não atingidos pelo sistema de distribuição.

Diversos problemas, contudo, passaram a se manifestar sistematicamente em torno da atividade dos agentes autônomos de investimento, em que pesem a sua importância e os objetivos pretendidos pela regulação. Notadamente, o regulador identificou que ocorria a compreensão equivocada pelo público de que o agente autônomo de investimento era a parte contratada para a prestação do serviço em mercado de valores mobiliários, o responsável principal pela prestação destes, a quem os integrantes do sistema de distribuição prestariam serviços auxiliares⁶⁰¹.

Em resposta aos problemas enfrentados, a reformulação do regime aplicável aos agentes autônomos de investimento foi proposta pelo Edital de Audiência Pública nº

⁶⁰⁰ Conforme previsto nas Instruções CVM 352, na Instrução CVM 355, na Instrução CVM 434 e na Instrução CVM 497.

⁶⁰¹ *Mais do que isso, ante o regime vigente e as pressões concorrenciais, tornou-se comum o entendimento, incorreto, de que os investidores trazidos pelos agentes autônomos de investimento eram, na verdade, clientes destes últimos, estando vinculados aos intermediários tão-somente pela necessidade de acesso ao mercado. São comuns, por exemplo, corretoras que divulgam seus serviços para agentes autônomos, como se elas fossem prestadoras de serviços acessórios, enquanto os agentes autônomos seriam os verdadeiros responsáveis pelos clientes, o que representa uma flagrante distorção do regime legal e regulatório hoje existente e um verdadeiro risco para o mercado.*
CVM. Edital de Audiência Pública nº 03/2010, Presid. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 22.04.2010, p. 1 e 2.

03/2010 da CVM⁶⁰², que resultou na Instrução CVM 497. Conforme já mencionado no item 4.1.1 acima, o edital reconhece expressamente o papel dos intermediários como *gatekeepers*.

A implicação disto para os agentes autônomos de investimento tem dois vieses. Primeiro, há algumas disposições em que o regime próprio dos agentes autônomos de investimento estipula a condição de *gatekeeper* a tais profissionais. Segundo, há repercussões originadas nas normas aplicáveis sobre as corretoras e distribuidoras sobre os agentes autônomos de investimento, na medida em que estes atuam como prepostos daquelas no mercado secundário organizado, exercendo uma parcela de suas atividades.

Na primeira situação, a Instrução CVM 497 impõe, diretamente, deveres aos agentes autônomos de investimento como *gatekeepers*.

A reputação dos agentes autônomos de investimento é matéria do Artigo 10 da instrução. No *caput*, impõe-se que o exercício de sua atividade seja conduzida com “probidade, boa fé e ética profissional, assim como a observância de “todo o cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.” Compete-lhe, também, observância ao Código de Conduta da entidade credenciadora⁶⁰³. Em acréscimo, é condição de credenciamento não pender sobre si condenações sobre crimes relacionados a negócios e à economia⁶⁰⁴.

Ainda, cabe ao agente autônomo de investimentos observar os mesmos deveres de prestação de informações a que a sua instituição contratante estiver adstrita (Artigo 12), colaborando no monitoramento das operações.

Passando a examinar o segundo caso, em que os reflexos da regulação sobre as corretoras e distribuidoras no mercado secundário organizado recaem sobre os agentes autônomos de investimento temos:

⁶⁰² CVM. Edital de Audiência Pública nº 03/2010, Presid. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 22.04.2010, p. 2.

⁶⁰³ Artigo 10, Parágrafo único, I e Artigo 19, I.

⁶⁰⁴ Art. 7º (...)

(...)

V - não haver sido condenado por crime falimentar, de prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; e

(...)

(i) Normas sobre “Lavagem de Dinheiro”

No plano do mercado secundário organizado, o agente autônomo de investimento presta, como preposto da corretora ou distribuidora que o contrata, serviços de intermediação de operações com valores mobiliários. Esta atividade atrai para os agentes autônomos a incidência das regras da Lei de Lavagem de Dinheiro que se aplicam às corretoras e às distribuidoras⁶⁰⁵.

Assim, os agentes autônomos de investimento devem observar as regras de identificação dos clientes e a manutenção de registros de operações e de comunicação que já analisamos para as corretoras.

Complementarmente, no plano da regulamentação, a Instrução CVM 301 impõe às instituições e ela subordinadas regras de identificação e cadastro de clientes e de atualização destes dados, a atenção às pessoas politicamente expostas, o registro das informações em observância à lei e o dever de monitoramento imposto a certas operações, indicativas ou relacionadas a possíveis crimes.

Da mesma forma que no exame empreendido para a corretora, os agentes autônomos de investimento assumem a figura dos *gatekeepers* no âmbito da lei e da regulamentação de lavagem, na medida em que são inseridos estrategicamente tanto para prevenir ilícitos quanto para permitir a tomada de medidas punitivas.

(ii) Instrução CVM 08

Na condição de “intermediários” previstos pelo inciso I da referida instrução, a vedação à criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, à manipulação de preço, à realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas estende-se aos agentes autônomos de investimento. Como monitores dotados de capacidades técnicas especializadas e inseridos estrategicamente na operação em que lhes compete monitorar, vale para estes agentes a mesma consideração feita sobre a condição de *gatekeeper* das corretoras nesta norma: a responsabilização também do intermediário se justifica como forma de reforço para que a lei cumpra seu objetivo.

⁶⁰⁵ Artigo 9º, III, da Lei 9.613/98

(iii) Instrução CVM 461

Da mesma forma que as corretoras e distribuidoras, a Instrução CVM 461 alcança o agente autônomo de investimento sob o enquadramento de “pessoa autorizada a operar” e de “intermediário”.

O acesso da autorregulação a registros e documentos relativos às atividades (Artigo 37, III); a qualificação subjetiva do profissional em matéria de reputação (Artigo 51, § 1º); a segregação de atividades para prevenção de conflito de interesses (Artigo 51, 3º); a prestação de informações que os órgãos de administração e de fiscalização e supervisão da entidade administradora solicitarem (Artigo 52, II) são deveres que o agente autônomo de investimento assume como operador de serviços de intermediação no mercado secundário organizado.

Assim como no caso das suas instituições contratantes, a regulação utiliza o agente autônomo como *gatekeeper*, explorando suas características de reputação, da capacidade de prevenir ilícitos, e dos reduzidos ganhos a serem obtidos com o ilícito.

(iv) Instrução CVM 505

As regras de cadastro e de procedimentos nas operações em mercados regulamentados abarca expressamente o tratamento dos agentes autônomos de investimento⁶⁰⁶ em sua prestação de serviços às instituições que qualifica como “intermediários”. Sob esta qualificação, a norma incidirá sob os agentes autônomos de investimento em suas atividades como prepostos de corretoras e distribuidoras em operações de mercado secundário organizado, ou seja, na introdução do cliente no mercado de valores mobiliários (pelo seu cadastro) e na concretização de suas ordens (em suas negociações).

Replicando o quanto já dito sobre as corretoras, a quem os agentes autônomos representam nas operações em exame, o regulador vale-se das características de reputação e da capacidade de impedir ilícitos, incluindo este profissional em estratégias de regulação

⁶⁰⁶ Artigo 1º, VI, ‘a’.

tanto preventivas do ilícito (estratégia *ex ante*) quanto que requerem a sua participação nas medidas de *enforcement* (estratégia *ex post*).

(v) Instituição de Ouvidoria

A questão das ouvidorias atinge os agentes autônomos na Instrução CVM 529. O Artigo 2º, § 2º prevê que “As Ouvidorias das instituições de que trata o inciso I do *caput* devem atender às demandas relacionadas aos agentes autônomos de investimento contratados por tais instituições.”

As corretoras e distribuidoras serão, para o mercado secundário organizado, as instituições que se enquadram no referido inciso, que se refere às “instituições habilitadas a atuar como integrante do sistema de distribuição”.

O relatório de análise de audiência pública que analisou os comentários à então minuta de instrução, que resultou na norma hoje em vigor, apresenta importante esclarecimento:

A CVM entende que uma única Ouvidoria do grupo econômico deve atender às demandas que envolvam as distintas empresas do conglomerado, abrangendo ainda a atuação dos agentes autônomos por elas contratados. Esta seria, inclusive, a única solução coerente com a natureza da função exercida pelos agentes autônomos de investimento.⁶⁰⁷

Assim, o agente autônomo de investimento, não apresenta tal estrutura. Competirá ao *gatekeeper* que o contrata disponibilizar tal ferramenta ao público atendido pelo agente contratado.

(vi) Suitability

O agente autônomo de investimento, pelo seu contato direto com o cliente, muitas vezes prospectado e captado por esforços do próprio agente, tem papel relevante nos procedimentos de *suitability*.

⁶⁰⁷ CVM. Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2012. Processo CVM nº 2010-3269. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes, 01.11.2012. p. 13.

A norma se aplica aos agentes autônomos por via mediata. A Instrução CVM 539 subordina as “pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários”. Por ocasião do relatório de análise de audiência pública, foi solicitada a inserção de previsão explicando que a norma se estendia também aos agentes autônomos, o que foi considerado desnecessário pela CVM nos seguintes termos:

É certo que o agente autônomo de investimento deve atuar em respeito às normas e procedimentos da instituição integrante do sistema de distribuição que o contratou.

No entanto, essa obrigatoriedade já está prevista na Instrução CVM n.º 497, de 3 de junho de 2011, que dispõe especificamente sobre a atividade de agente autônomo de investimento, não sendo oportuna qualquer orientação a esse respeito na Instrução.

Portanto, a sugestão não foi acatada.⁶⁰⁸

Superada esta questão, importante notar que o trabalho do agente autônomo na aferição da adequação do produto ao perfil do cliente em suas atividades no mercado secundário organizado não se confunde com aquele de suas instituições contratantes. A razão disso é a natureza dos serviços permitidos ao agente autônomo, rol taxativo que não prevê o aconselhamento ao cliente. De fato, tal era a intenção do órgão regulador quando da elaboração da Instrução CVM 497⁶⁰⁹. Assim, dos deveres previstos no Artigo 1º da Instrução CVM 539, o dever de *suitability* em relação à recomendação de produtos não é pertinente.

É no campo da realização de operações ou da prestação de serviços que o agente autônomo de investimentos verificará a adequação ao perfil do cliente. Para tanto, utilizar-se-á das ferramentas e métodos de controle estabelecidos por sua instituição contratante.

⁶⁰⁸ CVM. Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2012. Processo CVM nº 2010-3269. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes, 01.11.2012. p. 4.

⁶⁰⁹ *Por fim, o inciso III do art. 1º trata da prestação de informações, pelos agentes autônomos de investimento, sobre produtos e serviços oferecidos pelo intermediário ao qual ele estiver vinculado, regularizando, assim, as atividades de suporte que usualmente acompanham o processo de venda. Neste ponto, o regime europeu fala em atividades de “prestação de aconselhamento no que diz respeito aos instrumentos ou serviços financeiros oferecidos por essa empresa de investimento” (art. 23, I, do MiFID, tradução portuguesa). Como essa terminologia poderia remeter àquilo que, no Brasil, entendemos como consultoria (que é atividade regulamentada pela CVM e que, como ocorre com a gestão de carteiras, não se coaduna com o regime de distribuição de produtos), a CVM optou por falar apenas em prestação de informações sobre produtos e serviços.*

CVM. Edital de Audiência Pública nº 03/2010, Presid. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 22.04.2010, p. 5.

A norma, ao assim, regerar, confere condições ao agente autônomo *gatekeeper* para adequar a entrada de um participante (o seu cliente) ao mercado, antecipando-se a possíveis delitos.

Analizados os deveres impostos ao agente autônomo de investimentos como *gatekeeper* de forma direta bem como aqueles aplicáveis de forma indireta, há que se distinguir a responsabilidade aplicável em relação ao investidor / cliente e aquela perante a autoridade estatal.

Em relação à primeira, para afastar os problemas já destacados acima, a Instrução CVM 497 estabelece de forma cristalina que “A instituição integrante do sistema de distribuição e valores mobiliários responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimentos por ela contratado.”⁶¹⁰ Na esfera da relação obrigacional, portanto, a instituição contratante responde perante o cliente. A eventual responsabilização do agente autônomo fica reservada ao plano das medidas intentadas pela sua instituição contratante com fundamento no contrato estabelecido entre esta e seu agente⁶¹¹.

Em relação à segunda, o agente autônomo de investimento responde administrativamente perante o órgão regulador pelas prescrições legais que infringir.

Importante, por fim, notar o papel de auxiliar do regulador que a entidade integrante do sistema de distribuição assume sobre os agentes autônomos de investimento e sobre as pessoas jurídicas por eles formadas. Isso por que, para preservar os interesses dos clientes e evitar desvios de conduta nocivos ao mercado, a Instrução CVM 497 impõe às instituições contratantes diversos deveres.

Na esfera preventiva, exemplificativamente, devem as instituições contratantes fazer com que os agentes autônomos de investimento cumpram as regras, procedimentos e controles assumidos pela instituição, bem como fiscalizar as atividades dos agentes. A seu

⁶¹⁰ Artigo 15.

Vide também a manifestação do edital de audiência pública sobre a finalidade das reformas propostas: *O objetivo da nova redação é esclarecer que os intermediários são responsáveis por todos os seus clientes igualmente e que a responsabilidade dos agentes autônomos é perante o intermediário.* CVM. Edital de Audiência Pública nº 03/2010, Presid. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 22.04.2010, p. 7.

⁶¹¹ (...) *É evidente que os agentes autônomos devem responder pelos seus atos. Os clientes, no entanto, são efetivamente clientes da corretora. Ao sofrerem alguma perda decorrente da atuação de um agente autônomo, deve-se entender que, o intermediário, que é obrigado a adotar uma série de salvaguardas, responderá por aquela perda. Coisa distinta é a responsabilidade do agente autônomo perante o próprio intermediário contratante.* CVM. Edital de Audiência Pública nº 03/2010, Presid. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, 22.04.2010, p. 6.

turno, há deveres característicos de uma estratégia *ex post*, que submetem a instituição contratante, como *gatekeeper*, a deveres de comunicação à CVM⁶¹², à entidade credenciadora⁶¹³ e às entidades de autorregulação⁶¹⁴ sobre indícios de infração.

Ressalte-se, também, que as corretoras e distribuidoras, como instituições contratantes dos agentes autônomos que auxiliam no mercado secundário organizado, tem função ativa como instância de controle prévia ao regulador. Nesse sentido, compete a elas exercer supervisão sobre as operações dos clientes⁶¹⁵ e dos próprios agentes autônomos de investimento⁶¹⁶, assim como rastrear as informações disponíveis de forma a “identificar a proveniência de ordens emitidas por meio eletrônico, indícios de utilização irregular de formas de acesso e administração irregular das carteiras dos clientes⁶¹⁷.”

4.2 DECISÕES

Este item do nosso estudo aborda julgados proferidos no âmbito administrativo (da CVM, no exercício de sua competência sancionadora, da BSM, como entidade de autorregulação com mandato legal para a imposição de sanções e do CRSFN, que julga, em grau recursal, as decisões da CVM e do BACEN⁶¹⁸, dentre outras atribuições).

No âmbito do Poder Judiciário, nosso levantamento não identificou o tratamento da matéria.

Nesta parte de nosso estudo, apontamos o conteúdo conferido pelo julgador ao conceito de *gatekeeper* e os limites das competências que lhes são atribuídas, assim como as sanções estabelecidas em caso de infração.

⁶¹² Artigo 17, III.

⁶¹³ Pelo novo regime trazido pela Instrução CVM 497, a atividade de credenciamento dos agentes autônomos é feita por instituição delegada pela CVM, as “entidades credenciadoras” (Artigo 6º).

⁶¹⁴ Estas últimas duas mencionadas pelo Artigo 17, IV.

⁶¹⁵ Artigo 17, § 1º, I. Sobre esta imposição, o edital de audiência entende que “está diretamente relacionada à valorização dos mecanismos de controle do intermediário e aos problemas que mais têm afetado o mercado.”

⁶¹⁶ Artigo 17, § 1º, II.

⁶¹⁷ Artigo 17, § 1º, III.

⁶¹⁸ Decreto 1.935/96. Regimento Interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Artigo 3º.

4.2.1. Decisões da Comissão de Valores Mobiliários

A CVM, como visto acima, vem se manifestando seguidamente, em sede de materiais de justificação de suas minutas e nos relatórios de análise sobre os comentários recebidos em audiências públicas, sobre a caracterização das instituições intermediárias em geral como *gatekeepers*. Da mesma forma, a figura é também empregada nas decisões administrativas da autarquia.

Tendo em vista as diferentes instâncias que se dá o *enforcement* e a manifestação de opiniões pela CVM, examinamos decisões em sede de processo administrativo, de processo administrativo sancionador e de termo de compromisso. As decisões foram obtidas na base disponibilizada publicamente pela autarquia, em sua página eletrônica na rede mundial de computadores⁶¹⁹.

Das sete manifestações levantadas que fazem menção aos *gatekeepers*, comentaremos quatro⁶²⁰, que tratam, senão diretamente, de forma reflexa, das instituições intermediárias e do mercado secundário organizado.

A primeira decisão trata de processo administrativo sancionador de 2002, o PAS 02/2002.

O inquérito administrativo, no presente caso, foi instaurado para averiguar condições artificiais (Instrução CVM 08, Item II, ‘a’, com vedação pelo item I) e operações fraudulentas (Instrução CVM 08, Item II, ‘c’, com vedação pelo item I).

O processo administrativo sancionador decorrente tratou de operações versadas entre maio e junho de 2009⁶²¹, envolvendo corretora⁶²², que intermediou negócios de

⁶¹⁹ Ressalte-se, que, embora as informações estejam disponíveis no site da CVM, a ferramenta de busca utilizada foi o “*google*”, visto que os dois campos de busca possíveis (nos links “Decisões do Colegiado” e consulta a “Processos Administrativos Sancionadores”) não retornam resultados para os termos “*gatekeeper*” ou “*gatekeepers*”. Data de corte da pesquisa: 02.04.2014.

⁶²⁰ Uma das decisões não comentada trata das agências de *rating*. CVM. Processo Administrativo RJ 2011/14772. Consulta sobre disposições da Instrução CVM 521/2012 – Fitch Ratings Brasil Ltda. Ata da Reunião do Colegiado nº 37 de 24.09.2013.

A outra trata de problemas societários de companhia. CVM. Processo Administrativo RJ 2012/0249. Recurso contra entendimento da SEP – direito de recesso – Green HG Fund LLC, Green II Fund LLC, CSHG Verde Equity Master Fundo de Investimento em Ações, CSHG Verde Master Fundo de Investimento Multimercado. Ata da Reunião do Colegiado nº 06 de 16.02.2012.

Por fim, a última trata de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle. CVM. Processo administrativo RJ 2012/15551. Pedido de registro de OPA por alienação de controle com adoção de procedimento diferenciado – Arteris S.A. –. Ata da Reunião do Colegiado nº 28 de 23.07.2013.

⁶²¹ CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Voto. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Item 92.

⁶²² É indiferente para o resultado desta pesquisa identificar a instituição intermediária acusada ou eventuais envolvidos.

contratos “Ibovespa Futuro” em mercado administrado pela BM&F⁶²³. Nestas operações, sempre tendo a prestação de serviços da corretora, constatou-se que instituição financeira e outra corretora apresentavam reiteradas perdas neste mercado (configurando-se como “pontas perdedoras”, no jargão utilizado pela decisão⁶²⁴), enquanto certos investidores, relacionadas ou não à corretora intermediária, apresentavam reiterados ganhos (as “pontas ganhadora”, também como referidas pela decisão⁶²⁵) como contraparte da instituição financeira e da corretora investidora.

Nos termos do relatório do Diretor Relator:

31. Esse tipo de esquema, denominado “esquenta-esfria dinheiro”, consistiria em, por meio da realização de operações aparentemente lícitas no mercado de valores mobiliários, mas na verdade arranjadas, fabricar prejuízo para quem pretende “esfriar dinheiro”, ou seja, apresentar perdas e gerar lucro para os que pretendem “esquentar dinheiro”, ou seja, apresentar ganhos.⁶²⁶

Restringindo-nos à análise da sorte da corretora que intermediou as operações⁶²⁷, posto que objeto do presente estudo, o voto do relator expõe a gravidade da inobservância desta à sua condição de *gatekeeper*:

132. Sem dúvida, a censura a essas operações, quando realizadas ou viabilizadas, como no caso concreto, por atuação direta e comissiva de um intermediário, é especialmente forte, uma vez que os intermediários existem, justamente, para dar confiança e solidez ao mercado. Os intermediários atuam como auxiliares do regulador. São, por isso, chamados na literatura de *gatekeepers*. Assim, se é apenas reprovável que os intermediários descumpram suas obrigações, quando se trata de questões de mercado, é inadmissível que eles sejam meios necessários para, conscientemente, realizar no mercado operações ilegítimas, com busca de um resultado extra-mercado.⁶²⁸

⁶²³ CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Relatório. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Itens 01 e 02.

⁶²⁴ CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Voto. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Item 101.

⁶²⁵ CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Voto. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Item 101.

⁶²⁶ CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Relatório. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Item 31.

⁶²⁷ O caso é bastante complexo e envolveu apresentações de termos de compromisso, pedidos de reconsideração, reapresentação de termos de compromisso, absolvições, análise de responsabilidade dos diretores das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários envolvidos. Por se tratarem de temas indiretamente pertinentes ao tema central de nosso estudo, não serão objeto de análise no momento.

⁶²⁸ CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Voto. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Item 132.

Examinando a manifestação do ilustre relator, entendemos que algumas características essenciais e objetivos do emprego dos *gatekeepers*, conforme expostos no capítulo 2, são empregados. De um lado, extrai-se da afirmação de que “os intermediários existem, justamente, para dar confiança e solidez ao mercado” a necessidade da reputação, da tarefa de duplicação e da condição de *repeat player*. De outro, com a afirmação de que “Os intermediários atuam como auxiliares do regulador”, tem-se o explícito emprego dos *gatekeepers* como instância colaboradora de controle sobre as operações.

A corretora foi condenada pela criação de condições artificiais (Instrução CVM 08, Item II, ‘a’, com vedação pelo item I)⁶²⁹ e absolvida da acusação de realização de operações fraudulentas (Instrução CVM 08, Item II, ‘c’, com vedação pelo item I)⁶³⁰.

Na sequência, tem-se PAS 12/2004, que permanece em andamento na atualidade⁶³¹. Todavia, em sede de decisões referentes a termos de compromissos propostos pelos envolvidos, a CVM teve a oportunidade de se manifestar sobre a questão das corretoras como *gatekeepers*.

O inquérito administrativo investigou operações objetivando a “transferência de resultados”⁶³². Nestas, determinada corretora, intermediando negócios com opções flexíveis de dólar, teria:

[...] a finalidade de simular a realização de operações aparentemente lícitas, mas que de fato foram arranjadas de modo a gerar lucro para os participantes interessados em apresentar ganhos e prejuízos para aqueles interessados em apresentar perdas⁶³³.

⁶²⁹ As penalidades aplicadas foram as seguintes:

3. aplicar à [...] CV S.A., por infração ao item I c/c item II, a, da Instrução CVM nº 08/79 e com fundamento no art. 11, VII da Lei 6.385/76, a pena de proibição temporária de intermediar ou registrar operações em qualquer mercado da BM&F e no mercado de derivativos da BOVESPA ou, também, de registrar operações com derivativos em qualquer dos mercados de balcão organizados, que são operações e mercados afins aos atingidos pela infração. Sugiro que a proibição seja por 5 anos, pois, embora reduzida com relação ao máximo permitido na legislação – 20 anos – é suficientemente custosa para a condenada;

(...) (Nome da instituição omitida intencionalmente)

CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Decisão. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Item 3.

⁶³⁰ CVM. Processo Administrativo Sancionador 02/02. Decisão. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. 17.01.2007. Item 10.

⁶³¹ Conforme informações constantes da página da CVM na rede mundial de computadores. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/inqueritos/DetPasAndamento.asp?sg_uf=IA&Ano=2004&NumProc=12>. Acesso em: 01.01.2014.

⁶³² CVM. Processo Administrativo Sancionador 12/04. Apreciação de Proposta de Termo de Compromisso. Declaração de voto. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. Ata de Reunião do Colegiado nº 30 de 01.08.2006. Item 02.

⁶³³ CVM. Processo Administrativo Sancionador 12/04. Apreciação de Proposta de Termo de Compromisso. Declaração de voto. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. Ata de Reunião do Colegiado nº 30 de 01.08.2006. Item 01.

No exame da conveniência e da oportunidade de a Administração Pública aceitar determinados termos de compromisso apresentados pelos envolvidos, a CVM compara os deveres e obrigações pertinentes aos intermediários e aqueles oponíveis aos investidores:

Enquanto os Intermediários assumem, perante o mercado, não só a obrigação de obedecer a legislação, mas atuam, também, como um dos pilares necessários à confiança e respeitabilidade do mercado de valores mobiliários, atuando como agentes asseguradores do cumprimento das regras estabelecidas por terceiros (“*gatekeepers*”, na linguagem norte-americana) - ou seja, além de cumprir as normas, os Intermediários devem zelar para que as pessoas que atuam por seu intermédio também cumpram essas normas. Já os Investidores, são meros “usuários” do mercado, e, nessa condição, estão desobrigados de zelar para que os demais participantes do mercado cumpram com suas obrigações. A eles é imputado apenas o cumprimento de suas próprias obrigações. Investidores não são, portanto, “*gatekeepers*”.⁶³⁴

Encontramos também aqui consonância com nossa sistematização proposta quanto à essência e ao emprego dos *gatekeepers*. “Confiança e respeitabilidade” são oferecidas pelo *gatekeeper* na medida em que possuem reputação estabelecida no mercado, em que atuam em duplicação para assegurar a veracidade das informações de mercado e em que sua presença é constante (*repeat players*). Ainda, “atuando como agentes asseguradores do cumprimento das regras estabelecidas por terceiros”, tem-se o *gatekeeper* como auxiliar do regulador e como agente hábil prevenir ilícitos. O mesmo se aplica ao trecho que enfatiza que “além de cumprir as normas, os Intermediários devem zelar para que as pessoas que atuam por seu intermédio também cumpram essas normas”.

Já no âmbito não sancionador, o processo administrativo RJ 2009/6346 consistiu no exame e manifestação de posicionamento, pela CVM, sobre os créditos de carbono (as Reduções Certificadas de Emissão, ou RCEs) e ativos deles derivados. A questão central investigada era a caracterização ou não dos créditos de carbono como valores mobiliários. Entendeu a CVM, com base em estudos produzidos pela autarquia e em voto da lavra do Diretor Otavio Yazbek, que os créditos de carbono não constituem

⁶³⁴ CVM. Processo Administrativo Sancionador 12/04. Apreciação de Proposta de Termo de Compromisso. Declaração de voto. Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. Ata de Reunião do Colegiado nº 30 de 01.08.2006. Item 04.

valores mobiliários, o que não impede que novas formas de estruturar o ativo possam resultar no surgimento de produtos que devam ser assim caracterizados⁶³⁵.

Embora não trate das instituições intermediárias nem especificamente dos mercados objeto deste estudo, o caso é interessante porque apresenta um conceito de *gatekeeper* que traz diversos elementos apontados na doutrina norte-americana para a figura em sua atuação no mercado de valores mobiliários, definindo-os como os “agentes credenciados⁶³⁶ para atuar na estruturação de projetos⁶³⁷, validar⁶³⁸ e certificar iniciativas⁶³⁹”.

Por sua vez, o processo administrativo nº RJ 2010/15204 iniciou-se como resposta a duas consultas referentes à extensão do termo “negociação” empregado no

⁶³⁵ CVM. Processo Administrativo RJ 2009/6346. Ata de Reunião do Colegiado nº 25 de 07.07.2009.

⁶³⁶ *The gatekeeper provides a legally mandatory certification whose accuracy the protected class can directly observe.* (Grifamos)

[Tradução livre: “O gatekeeper fornece uma certificação imposta por lei cuja precisão a classe protegida pode observar diretamente.”]

COFFEE, JR., John C.. The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting, *Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies*, Working Paper No. 191, May 21, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270944>. Acesso em: 01.04.2014. p. 9.

⁶³⁷ *Gatekeepers work with an enterprise to correct mis-reporting before it occurs. They do so by threatening to withhold support necessary to complete a report or consummate a transaction. Gatekeepers can deny access to capital markets. So gatekeepers are “intermediaries who provide verification and certification services to investors” by pledging their professional reputations—and, by withholding such support, block admission through the gate.* (Grifamos)

[Tradução livre: “Gatekeepers trabalham em uma empresa para corrigir erros na prestação de informações antes que ela ocorra. Eles fazem isso ameaçando retirar o apoio necessário para completar um relatório ou consumir um negócio. Gatekeepers podem vetar acesso a mercados de capitais. Dessa forma, gatekeepers são ‘intermediários que fornecem serviços de verificação e certificação para investidores’ empenhando suas reputações profissionais – e, ao retirar o apoio, bloquear a admissão pelo portão.”]

CUNNINGHAM, Lawrence A... Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 4-5.

⁶³⁸ Vide citação referenciada na nota de rodapé 175.

COFFEE, JR., John C.. Understading Enron: It’s about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1405.

⁶³⁹ (...) *Essentially, the gatekeeper is a skilled, independent professional who fulfills an obligatory certifying function that either the law or the conventional practice necessitates before a particular transaction can be consummated; the gatekeeper is in effect interposed between the entrepreneur and the investing public to serve as a watchdog for the latter. But it is critical that investors, shareholders, or any other protected class be able to judge whether the gatekeeper’s certification was accurate. In short, failure must be observable.*

[Tradução livre: “(...) Na essência, o gatekeeper é um profissional técnico e independente que preenche uma função certificadora obrigatória que ou a lei, ou a pratica negocial requer antes que uma operação particular possa ser consumada; o gatekeeper é, de fato, interposto entre o empreendedor e o público investidor para servir de cão de guarda daquele. Mas é essencial para investidores, acionistas ou qualquer classe protegida ser capaz de julgar se a certificação do gatekeeper foi precisa. Em resumo, a falha precisa ser capaz de ser identificada.”]

COFFEE, JR., John C.. The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting, *Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies*, Working Paper No. 191, May 21, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270944>. Acesso em: 01.04.2014. p. 9

Artigo 13 da Instrução CVM 476⁶⁴⁰. Na primeira, questionava-se se no período de *lock up*⁶⁴¹ poderiam ser realizadas operações compromissadas⁶⁴² com valores mobiliários distribuídos no regime de esforços restritos. Na segunda, questionava-se a possibilidade de constituição de penhor em garantia sobre valores mobiliários, também durante o período de *lock up* após a distribuição com esforços restritos.

A manifestação da gerência técnica competente entendeu que tais operações estão adstritas à vedação prevista no Artigo 13. Contudo, ressalva a conveniência de uma interpretação diversa, vez que “tais operações podem servir como estímulo ao mercado de certos valores mobiliários, como debêntures e notas comerciais, na medida em que aumentam a demanda por esses papéis.”⁶⁴³

O colegiado da CVM firmou o entendimento de que a proibição inclui tais operações⁶⁴⁴.

O consultante apresentou, então, questão suplementar, processada sob o mesmo número. Nela, questionou se, como instituição financeira bancária, sem carteira de investimentos, poderia utilizar de banco de investimento, companhia subsidiária integral sua, para cumprimento dos deveres de verificação impostos pelo Artigo 16, em relação aos Artigos 13 (decorso do prazo de *lock up*) e 15 (condição de investidor qualificado do adquirente de valor mobiliário que tenha sido objeto de colocação em oferta pública com esforços restritos) da Instrução CVM 476⁶⁴⁵.

⁶⁴⁰ Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de sua subscrição ou aquisição pelo investidor.

⁶⁴¹ O *lock up* é a designação de mercado para o período de vedação. Nesse sentido, já se apontou que: *As negociações só poderão ser realizadas, contudo, após 90 dias contados da subscrição ou aquisição do valor mobiliário pelo investidor. Trata-se do período de lock up, necessário, conforme manifestado pela SDM, para “evitar a disseminação dos valores mobiliários no mercado para além de 20 subscritores ou adquirentes logo após a realização da oferta.*

PEREIRA FILHO, Valdir C.; HAENSEL, Taimi. A Instrução CVM 476 e as Ofertas Públicas com Esforços Restritos. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 45, julho-setembro de 2009, p. 342.

⁶⁴² Na definição da consulta em comento:

(...) a operação compromissada se caracteriza pela compra e/ou venda não definitiva de títulos públicos ou privados, dentre eles debêntures e notas comerciais distribuídas com esforços restritos, com compromisso de recompra e/ou revenda, onde os títulos funcionariam, na prática, como lastro ou garantia.

CVM. MEMO/CVM/SER/GER-2/Nº 2007/10. Gerente Paulo Ferreira Dias da Silva. Gerência de Registros – 2. 22.10.10.

⁶⁴³ CVM. MEMO/CVM/SER/GER-2/Nº 2007/10. Gerente Paulo Ferreira Dias da Silva. Gerência de Registros – 2. 22.10.10.

⁶⁴⁴ CVM. Processo Administrativo RJ2010/15204. Consulta sobre Aplicação do Art. 13 da Instrução 476/09 a operações que tenham como garantia valores mobiliários distribuídos com esforços restritos. Ata da Reunião do Colegiado nº 42 de 26.10.2010.

⁶⁴⁵ CVM. Processo Administrativo RJ 2010/15204. Ata de Reunião do Colegiado nº 18 de 10.05.2011. Relatório e voto. Dir. Rel. Eli Loria.

A decisão do Diretor Relator Eli Loria entende que a finalidade do Artigo 16 é atingida, tendo o consulente instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários em sua “estrutura societária”. Para tanto, embora, no caso concreto, a instituição financeira efetive as operações diretamente no mercado de balcão organizado, o banco de investimentos responsabilizar-se-á pelo cumprimento dos deveres impostos, mediante arranjos negociais que formalizem tais obrigações⁶⁴⁶.

A manifestação foi acompanhada e complementada em voto da lavra do Diretor Otavio Yazbek.

O processo em exame não trata das instituições intermediárias especificamente abordadas pelo presente trabalho. Contudo, algumas considerações expostas no voto suplementar são de grande relevância, porque distinguem para as instituições intermediárias em sentido amplo – com aplicação também para as instituições diretamente enfocadas em nosso estudo –, o que é a sua esfera de atuação ordinária e o que é a esfera de atuação como *gatekeeper*. Com isso, demonstra que não se confundem. Decorre daí não ser irrelevante a qualificação como *gatekeeper*, posto que a figura acarreta efeitos e implicações próprios.

Assim o relator apontou os dois planos distintos da atuação dos intermediários:

6. A solução ideal, a meu ver, envolve o reconhecimento, na posição do intermediário referido na Instrução CVM nº 476/09, de duas diferentes situações, interligadas entre si. Na primeira daquelas situações está a dimensão propriamente operacional da intermediação – o intermediário é aquele que, por dispor dos meios necessários de acesso aos sistemas de negociação ou de alguma *expertise* negocial, “fecha” as operações em nome de seus clientes. Na segunda situação, que apenas pode existir por causa da primeira, o intermediário, justamente por haver operado para seus clientes, é alçado a uma posição de fiscal de determinados atos, devendo sobre eles manter controle. A primeira posição corresponde ao cerne da atividade de intermediação, enquanto a segunda corresponde a acréscimos a ela trazidos em razão de opções legais ou regulamentares.

⁶⁴⁷

E o voto identifica em tal metodologia de elaboração normativa um arranjo regulatório que se vale da figura dos *gatekeepers*, lembrando que, diante da inovação financeira, pode ocorrer a dissociação entre a atividade primária que inicialmente gerou o

⁶⁴⁶ CVM. Processo Administrativo RJ 2010/15204. Ata de Reunião do Colegiado nº 18 de 10.05.2011. Relatório e voto. Dir. Rel. Eli Loria.

⁶⁴⁷ CVM. Processo Administrativo RJ 2010/15204. Ata de Reunião do Colegiado nº 18 de 10.05.2011. Declaração de voto. Dir. Otavio Yazbek. Item 6.

dever de acompanhamento e o referido dever, permanecendo o intermediário vinculado ao cumprimento deste:

8. E estratégias dessa natureza, com a criação dos chamados “*gatekeepers*”, são cada vez mais comuns na regulação de atividades de mercado. Porém, com a mudança das práticas e das estruturas de mercado, pode ser que surjam descompassos entre a atuação operacional que, na origem, justificava o estabelecimento de uma obrigação de supervisão para um dado agente e tal obrigação. Em outras palavras, pode ser que aquele intermediário deixe de atuar como antes atuava e, ainda assim, persistam as obrigações para ele estabelecidas na regulamentação.⁶⁴⁸

O voto também faz importante consideração sobre os deveres das instituições intermediárias irem além daqueles decorrentes de suas atividades operacionais, para abarcar também deveres de supervisão, utilizando como exemplo os intermediários específicos que atuam em mercado de bolsa:

(...) seja em razão das estruturas organizacionais adotadas pelas bolsas e pelos seus sistemas de custódia e liquidação, seja em razão da regulamentação, o intermediário tem uma série de obrigações em relação aos clientes e às operações destes, atuando também como verdadeiro fiscal em determinados pontos (controle de lavagem de dinheiro e mesmo aspectos ligados à administração de riscos).⁶⁴⁹ (grifamos)

Note-se a menção à atuação do intermediário em matéria de “lavagem de dinheiro” e da imposição de controles, o que foi objeto de reflexão no exame das normas do ordenamento jurídico nacional examinadas nos itens 4.1.1, 4.1.2 e 4.1.3, onde apontamos a atividade das corretoras, distribuidoras e agentes autônomos como *gatekeepers* com base na lei.

4.2.2 Decisões da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM

Embora fuja do escopo do presente trabalho a pretensão de abarcar também o exame dos *gatekeepers* na esfera da autorregulação (seja no acompanhamento, seja na

⁶⁴⁸ CVM. Processo Administrativo RJ 2010/15204. Ata de Reunião do Colegiado nº 18 de 10.05.2011. Declaração de voto. Dir. Otavio Yazbek. Item 8.

⁶⁴⁹ CVM. Processo Administrativo RJ 2010/15204. Ata de Reunião do Colegiado nº 18 de 10.05.2011. Declaração de voto. Dir. Otavio Yazbek. Item 10.

fiscalização, seja na elaboração de regras, seja na aplicação de sanções)⁶⁵⁰, as manifestações da BSM são importantes na medida em que versam sobre a aplicação da lei estatal, e não apenas sobre as regras estabelecidas em autorregulação⁶⁵¹.

A BSM julga infrações cometidas pelas instituições intermediárias no mercado de valores mobiliários como órgão de autorregulação da BM&FBOVESPA, na forma demandada pela Instrução CVM 461⁶⁵².

Esta instância de julgamento é usualmente denominada pelo órgão como PAD, processo administrativo em que ocorrerá a análise de infrações cometidas e a eventual aplicação de sanções. O tema vem sendo abordado desde 2010⁶⁵³. A qualificação dos participantes como *gatekeepers* e o reconhecimento de deveres atribuídos a estes nos processos administrativos da BSM é cristalina, não cabendo dúvida sobre a opção da entidade autorreguladora de assim considerar as instituições intermediárias de operações em mercado secundário organizado.

Na sequência, trataremos do conteúdo de tais manifestações no tocante à responsabilidade das instituições intermediárias por infrações ao ordenamento jurídico.

Em PAD instaurado em 2010 (PAD 13/2010), foram abordadas supostas irregularidades cometidas por corretora⁶⁵⁴ na intermediação de operações no mercado de opções para determinado investidor pessoa física⁶⁵⁵. Identificaram-se possíveis ilegalidades em relação ao cumprimento da Instrução CVM 306 (administração de irregular de

⁶⁵⁰ Em razão do tema do presente trabalho, não examinaremos as análises empreendidas nos PADs sobre as regras editadas pelo órgão de autorregulação ou pela entidade administradora do mercado de bolsa ou de balcão organizado competente, bem como não examinaremos as questões referentes a diretores, prepostos e investidores da instituição intermediária em julgamento.

⁶⁵¹ O Artigo 42 da Instrução CVM 461 impõe ao órgão de autorregulação competência para acompanhar o cumprimento das normas estatais:

Parágrafo único. A entidade administradora deve estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para que o Departamento fiscalize a observância de suas regras e normas de conduta, bem como da regulamentação vigente, de maneira a identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado.

E, ainda, atribui ao órgão de autorregulação competência para processar os eventuais ilícitos:

Art. 43. Caberá ao Departamento de Auto-Regulação, sem prejuízo de outras atribuições que lhe sejam conferidas:

(...)

IV – instaurar, instruir e conduzir processos administrativos disciplinares para apurar as infrações das normas que lhe incumbe fiscalizar;

(...)

⁶⁵² *Art. 15. Caberá à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, o seguinte:*

(...)

VI – criação e funcionamento de departamento de auto-regulação, na forma da Seção II do Capítulo IV.

⁶⁵³ BSM. Processo Administrativo 12/08. Relatório Preliminar para a Turma 3 do Conselho de Supervisão. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 26.10.2010. p. 14.

⁶⁵⁴ BSM. Processo Administrativo 13/10. Parecer da Gerência Jurídica. Gerência Jurídica. 13.04.2011. p. 5.

carteira); da Instrução CVM 301 (falta de atenção a operação atípica em relação às aquelas usualmente feitas pelo cliente); e da Instrução CVM 301 combinada com a Lei 9.613/98 (ausência de comunicação de indícios de crime de “lavagem” ou de ocultação)⁶⁵⁶.

O parecer da Gerência Jurídica destinado ao Conselho de Supervisão da BSM entendeu ter sido a corretora negligente em suas práticas⁶⁵⁷, posto que lhe competia observar e fazer observar as normas vigentes, bem como prevenir condutas delitivas⁶⁵⁸. Nesta linha, as corretoras são responsáveis como *gatekeepers*:

30. Isto porque, compete à Corretora cumprir as normas e regras as quais estão sujeitas, bem como diligenciar para que as pessoas que atuam por seu intermédio cumpram referidas normas, de forma a garantir a integridade do mercado. Logo, a Corretora atua como auxiliar dos órgãos reguladores e autorreguladores (*gatekeeper*), zelando, assim, pela integridade do mercado.⁶⁵⁹

No julgamento em turma do Conselho de Supervisão da BSM, que transitou em julgado face à ausência de recurso ao órgão pleno, absolveu-se a corretora em relação às acusações de administração de carteira, por falta de documentos bastantes à configuração do ilícito, aplicando-se pena de advertência pela ausência da devida atenção às operações cursadas pelo cliente e pela falta de comunicação à CVM sobre indícios de operações irregulares (ambas infrações à Instrução CVM 301)⁶⁶⁰

Outros três pareceres do mesmo ano⁶⁶¹, no âmbito de PADs diferentes, valem-se de trechos semelhantes para opinar pela responsabilidade das corretoras como *gatekeepers* por condutas negligentes que falharam em prevenir. Abaixo, identificamos as irregularidades apontadas nos processos e as considerações sobre estas exaradas nos respectivos pareceres:

⁶⁵⁵ BSM. Processo Administrativo 13/10. Parecer da Gerência Jurídica. Gerência Jurídica. 13.04.2011. p. 1.

⁶⁵⁶ BSM. Processo Administrativo 13/10. Parecer da Gerência Jurídica. Gerência Jurídica. 13.04.2011. p. 5-6.

⁶⁵⁷ 32. No presente caso, a Corretora, conforme será exposto a seguir, agiu negligentemente porquanto: (i) permitiu a atividade de administração de carteira por seu funcionário, apesar de não possuir autorização da CVM que o habilitasse para esse fim e (ii) intermediou operações realizadas em nome do Sr. André no pregão do dia 11/10/07, apesar da significativa oscilação em relação ao volume dos negócios realizados, se comparado com o perfil operacional e a situação patrimonial do investidor, deixando, inclusive, de comunicá-las à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

⁶⁵⁸ BSM. Processo Administrativo 13/10. Parecer da Gerência Jurídica. Gerência Jurídica. 13.04.2011. p. 12.

⁶⁵⁹ BSM. Processo Administrativo 13/10. Parecer da Gerência Jurídica. Gerência Jurídica. 13.04.2011. p. 11.

⁶⁶⁰ BSM. Processo Administrativo nº 13/10. Parecer da Gerência Jurídica. Gerência Jurídica. 13.04.2011. p. 11.

⁶⁶¹ BSM. Processo Administrativo 13/10. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/Elite-CCVM-132010.asp>>. Acesso em: 05.04.2013.

⁶⁶¹ Os pareceres são aqui examinados na ordem cronológica em que foram proferidos.

- (i) PAD 03/10: no PAD 03/10, foram apontadas irregularidades cometidas por corretora na intermediação de “opções de compra referenciadas em ações preferenciais” para determinada investidora pessoa física⁶⁶². O Termo de Acusação aponta possíveis ilegalidades da corretora⁶⁶³ em relação ao cumprimento da Instrução CVM 301 (incompatibilidade das operações com o perfil do investidor, falta de comunicação das incompatibilidades à CVM e ausência de controles sobre os dados de cadastros do cliente)⁶⁶⁴.

O parecer entendeu haver negligência da corretora: na intermediação de operações de sua cliente em desacordo com seu perfil e condições de patrimônio, o que não foi comunicado à CVM; na ausência de controles referentes às informações de cadastro, o que permitiu que a conta desta fosse operada por terceiros; e no uso da conta da cliente por operador da corretora⁶⁶⁵.

No julgamento em turma do Conselho de Supervisão da BSM, que transitou em julgado para a corretora face à ausência de recurso ao órgão pleno⁶⁶⁶, absolveu-se a instituição intermediária, por falta de provas documentais, pela realização de operações em incompatibilidade ao perfil do cliente e pela falta de controles que impedissem a utilização da conta por terceiros, e advertiu-se a corretora pela falta de comunicação de operações com indícios de irregularidades à CVM nos termos da Instrução CVM 301⁶⁶⁷.

- (ii) PAD 06/10: no PAD 06/10, foram apontadas irregularidades cometidas por corretora em relação aos controles de cadastro de determinada investidora pessoa física⁶⁶⁸. O Termo de Acusação aponta possível ilegalidade da corretora⁶⁶⁹ em relação ao cumprimento da Instrução CVM 387 (aceitação de operações ordenadas por procurador, sem que este fosse devidamente

⁶⁶² BSM. Processo Administrativo 03/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 29.04.2011. p. 1.

⁶⁶³ A acusação também trata de preposto da corretora, o que não analisaremos, pelas limitações do presente trabalho.

⁶⁶⁴ BSM. Processo Administrativo 03/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 29.04.2011. p. 5-6.

⁶⁶⁵ BSM. Processo Administrativo 03/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 29.04.2011. p. 17-18.

⁶⁶⁶ O preposto da corretora recorreu ao órgão pleno da BSM.

⁶⁶⁷ BSM. Processo Administrativo 03/10. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/ProcessoAdm032010.asp>>. Acesso em: 05.04.2014.

⁶⁶⁸ BSM. Processo Administrativo 06/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 27.06.2011.p. 1-3.

⁶⁶⁹ A acusação também trata de diretor da corretora, o que não analisaremos, pelas limitações do presente trabalho.

habilitado como tal na ficha de cadastro do investidor, em violação às “regras de cadastro” vigentes à época)⁶⁷⁰.

O parecer entendeu que a corretora, “devido a falha nos seus controles internos, descumpriu as disposições objetivas acima mencionadas (...)”⁶⁷¹. Nesta linha, o parecer tece a seguinte consideração acerca da natureza dos deveres de cadastro “Tais deveres afiguram-se não somente como mera obrigação genérica de cuidado, mas de obrigação concretamente estabelecida pela regulamentação em vigor.”⁶⁷²

Por fim, interessante notar uma nuance diversa apresentada pelo parecer em sua aplicação da responsabilidade das corretoras como *gatekeepers*. Ao trecho inicialmente utilizado pelo PAD 13/2010, acrescenta-se que o *gatekeeper*, na condição de colaborador da regulação e da autorregulação, também atua “para coibir irregularidades cometidas por seus prepostos, funcionários e até investidores atuando por seu intermédio, zelando, assim, pela integridade do mercado.”⁶⁷³

No julgamento em turma do Conselho de Supervisão da BSM, a corretora foi absolvida das acusações de infração à Instrução CVM 387 porque já havia sido apenada por ilícitos semelhantes em outro processo, a corretora disponibilizou “plano de ação” para remediar os problemas apontados, e não houve danos a outras partes⁶⁷⁴.

- (iii) PAD 09/09: no PAD 09/09, foram apontadas irregularidades cometidas por corretora na intermediação de ações em operações de *day trade*⁶⁷⁵ para determinado investidor pessoa física⁶⁷⁶. O Termo de Acusação apontou possíveis ilegalidades em relação ao cumprimento da Instrução CVM 08 (práticas não equitativas, operações fraudulentas e criação de condições

⁶⁷⁰ BSM. Processo Administrativo 06/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 27.06.2011. p. 3.

⁶⁷¹ BSM. Processo Administrativo 06/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 27.06.2011. p. 14.

⁶⁷² BSM. Processo Administrativo 06/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 27.06.2011. p. 13.

⁶⁷³ BSM. Processo Administrativo 06/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 27.06.2011. p. 11.

⁶⁷⁴ BSM. Processo Administrativo 06/10. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/ProcessoAdm062010.asp>>. Acesso em: 05.04.2013.

⁶⁷⁵ A definição de *day trade* dada pelo glossário do Portal do Investidor, página da CVM na rede mundial de computadores destinada à educação do público sobre o mercado de valores mobiliários, é a seguinte: *Conjuração de operações de compra e de venda realizadas em um mesmo dia, dos mesmos títulos, para um mesmo comitente, por uma mesma sociedade corretora, cuja liquidação é exclusivamente financeira.* CVM. Portal do Investidor. Glossário. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/glossario/d/day-trade.html?dir=/glossario/d/&letra=D>>. Acesso em 05.04.2014.

⁶⁷⁶ BSM. Processo Administrativo 09/09. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 24.10.2011. p. 1.

artificiais de demanda); e da Instrução CVM 387 (falhas no cadastro de cliente, que, à época, eram regradas por esta instrução, e operações por pessoa não autorizada)⁶⁷⁷.

O parecer opina pela atuação negligente da corretora em face de práticas não equitativas, operações fraudulentas, criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; operações realizadas por preposto não detentor das autorizações necessárias e problemas no cadastro do cliente⁶⁷⁸.

No julgamento em turma do Conselho de Supervisão da BSM, a corretora foi absolvida das acusações, uma vez que teria tomado medidas para correção dos problemas apontados e que já teria sido apenada por delitos da espécie em outros dois processos administrativos julgados pela BSM.

Com base nos materiais disponibilizados publicamente pela BSM, contudo, a primeira menção aos *gatekeepers* encontrada em sede de processo administrativo teria ocorrido no PAD 12/08, julgado em 2010. Nele, analisa-se a atuação de corretora na intermediação de ações no mercado à vista para cliente⁶⁷⁹. A instauração se deu em razão de indícios manipulação de preços do ativo⁶⁸⁰.

Pelo Relatório Preliminar da turma julgadora do Conselho de Supervisão, temos conhecimento dos termos do Parecer da Gerência Jurídica do órgão, que apontou a função de *gatekeeper* das corretoras nos seguintes termos transcritos pelo relatório: “[A] Corretora [toda corretora] atua como auxiliar dos órgãos reguladores e autorreguladores (*gatekeeper*), para coibir irregularidades cometidas por investidores atuando por seu intermédio, zelando, assim, pela integridade do mercado.”⁶⁸¹ (colchetes no original). Com base na responsabilidade atribuída aos *gatekeepers*, o parecer entendeu haver negligência da corretora pela falta de controle sobre os negócios do cliente e de comunicação à BSM sobre as irregularidades ocorridas em manipulação do preço de ações⁶⁸².

⁶⁷⁷ BSM. Processo Administrativo 09/09. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 24.10.2011. p. 5-6.

⁶⁷⁸ BSM. Processo Administrativo 09/09. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 24.10.2011. p. 10

⁶⁷⁹ BSM. Processo Administrativo 12/08. Relatório Preliminar para a Turma 3 do Conselho de Supervisão. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 28.10.2010. p. 1.

⁶⁸⁰ BSM. Processo Administrativo 12/08. Relatório Preliminar para a Turma 3 do Conselho de Supervisão. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 28.10.2010. p. 1-3.

⁶⁸¹ BSM. Processo Administrativo nº 12/08. Relatório Preliminar para a Turma 3 do Conselho de Supervisão. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 28.10.2010. p. 10.

⁶⁸² BSM. Processo Administrativo nº 12/08. Relatório Preliminar para a Turma 3 do Conselho de Supervisão. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 28.10.2010. p. 10-11.

A decisão da turma absolveu a corretora por unanimidade⁶⁸³. Para tanto, motivou-se, de forma resumida, na pouca expressão financeira dos lucros obtidos pela investidora, na realização direta das operações pela investidora através do *home broker*, na ausência de informação pela investidora de sua relação com a companhia em relação à qual teria manipulado o preço das ações⁶⁸⁴. Em relação à corretora, especificamente, a pouca quantidade de operações realizadas (duas, no caso concreto) tornaria questionável a questão da falta de controles pela corretora para barrar tais operações⁶⁸⁵.

Por fim, a última decisão levantada foi julgada em 06 de outubro de 2011⁶⁸⁶. Votou o relator pela absolvição⁶⁸⁷ da corretora em relação aos deveres de atenção em relação a operações suspeitas (Artigo 6º, I da Instrução CVM 301 e Artigo 2º da Circular BACEN 2.852, então vigente), não havendo indícios bastantes para sua configuração⁶⁸⁸, e havendo, em contrapartida, patrimônio, por parte da investidora, condizente com as operações cursadas⁶⁸⁹. Quanto à implementação de ferramentas de controle hábeis a confirmar os dados de cadastro do cliente (Artigo 3-A da Instrução CVM 301 e Artigo 1º, II, da Circular BACEN 2.852, então vigente), votou pela advertência da corretora⁶⁹⁰, em razão da aplicação extemporânea dos formulários pertinentes à investidora⁶⁹¹. A decisão foi acompanhada pelos demais conselheiros⁶⁹².

A importância da decisão em tela reside, para os fins do nosso estudo, no desenvolvimento da questão dos *gatekeepers* pelo voto da relatoria.

De início, em seu capítulo inicial⁶⁹³, a manifestação reconhece o recurso à figura dos *gatekeepers* pela regulamentação tanto nos planos nacional quanto internacional⁶⁹⁴. Sob esta função, compete a determinados participantes do mercado e,

⁶⁸³ BSM. Processo Administrativo 12/08. Relatório Final. Turma 3. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 18.11.2010. p. 7.

⁶⁸⁴ BSM. Processo Administrativo 12/08. Relatório Final. Turma 3. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 18.11.2010. p. 3.

⁶⁸⁵ BSM. Processo Administrativo 12/08. Relatório Final. Turma 3. Cons. Rel. Luiz de Figueiredo Forbes. 18.11.2010. p. 4.

⁶⁸⁶ BSM. Processo Administrativo 12/09. Ata da Sessão de Julgamento da Turma 9 do Conselho de Supervisão. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011.

⁶⁸⁷ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 34.

⁶⁸⁸ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 26.

⁶⁸⁹ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Conselheiro Relator Pedro Testa. 06.10.2011. Item 27 e seguintes.

⁶⁹⁰ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 34.

⁶⁹¹ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Itens 22 a 25.

⁶⁹² Foi apresentado voto suplementar que destacou o período de tempo em que a conta da cliente permaneceu aberta sem os devidos cuidados de “Conheça o Cliente”. BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Maria Cecilia Rossi. 06.10.2011. p. 2.

⁶⁹³ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Capítulo I.

⁶⁹⁴ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 2.

nesse sentido, também às corretoras, o dever de zelo pelo mercado, assumindo tarefas originalmente incumbidas às autoridades de regulação⁶⁹⁵ e fazendo com que “as pessoas que atuam por seu intermédio” observem as normas aplicáveis⁶⁹⁶.

De igual importância é a conexão esclarecida pelo julgador entre a questão do dever de verificar a adequação, “norma de conduta específica”⁶⁹⁷ resultante da obrigação de obter informações sobre o cliente, e a função como *gatekeeper*. Isto porque o primeiro dever forneceria o instrumental necessário ao cumprimento do outro. Nesse sentido:

E aqui não se está a discutir se uma “designer de joias” pode ou não optar por realizar operações sofisticadas, mas sim que a corretora tenha cadastro e sistema de controle capaz de exercer a função de *gatekeeper* e aí pode fazer juízo se tal ou qual operação é “atípica”, incompatível ou suspeita. Sem controle, sem KYC a missão da corretora torna-se impossível, por não ter elementos minimamente necessários ao julgamento se tal ou qual operação deve ou não ser reportada.⁶⁹⁸

O voto aprofunda, na sequência, a implicação específica desta conexão em relação à Instrução CVM 301, apontando que o dever de verificação é essencial para viabilizar o dever de reportar desta norma. Nessa seara, é através das ferramentas de controle que o *gatekeeper* pode identificar operações suspeitas e, assim, comunicar os indícios verificados ao regulador⁶⁹⁹.

Por fim, importante ressaltar também que a decisão em comento aponta a então tendência em regradar o dever de adequação é identificada, lembrando do Edital de Audiência Pública CVM 04/2007⁷⁰⁰. Tal documento da CVM, à época, deu início às discussões embrionárias sobre o tema de *suitability* no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro⁷⁰¹, que só em 2013 vieram a culminar na edição da Instrução CVM 539.

⁶⁹⁵ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 1.

⁶⁹⁶ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 5.

⁶⁹⁷ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 9.

⁶⁹⁸ BSM. Processo Administrativo 12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 18. A sigla KYC diz respeito à expressão *Know your Client*, ou “Conheça seu Cliente”, que abordamos na nota de rodapé 518 acima.

⁶⁹⁹ BSM. Processo Administrativo n12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 11.

⁷⁰⁰ BSM. Processo Administrativo n12/09. Voto. Cons. Rel. Pedro Testa. 06.10.2011. Item 14.

⁷⁰¹ O Edital de Audiência Pública SDM 15/2011, que resultou na edição da Instrução CVM 539, assim recorda o histórico dos debates sobre a normatização do *suitability* pela autarquia:

O tema foi inicialmente debatido no edital de audiência pública nº 04/2007, que tratava do dever de verificar a adequação dos produtos ou serviços financeiros oferecidos ou recomendados a clientes por entidades integrantes do sistema de distribuição, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários.

O assunto recebeu novo tratamento no edital de audiência pública nº 04/2009, que precedeu a publicação das Instruções CVM n.º 505 e 506, de 27 de setembro de 2011. Todavia, após as

4.2.3 Decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN

Foram levantadas⁷⁰² quatro decisões proferidas pelo CRSFN, o “Conselhinho”, fazendo menção aos *gatekeepers*. Embora todas façam menção a instituições de participação obrigatória do mercado de capitais, apenas uma versa sobre as instituições intermediárias.

Trata-se do reexame de decisão da CVM já comentada acima. Em 2011, o Conselhinho tratou dos recursos voluntários e de ofício referentes ao PAS 02/02 julgado pela CVM, mantendo a decisão desta autarquia. A menção aos *gatekeepers* ocorre na incorporação do voto proferido no âmbito da CVM ao relatório do processo recursal⁷⁰³.

As demais decisões dizem respeito a empresas de auditoria independente. Em dois casos, tais instituições são devidamente qualificadas como *gatekeepers*⁷⁰⁴. Um terceiro, desenvolve de forma mais extensa a questão do *gatekeepers*. Assim, embora trate de auditoria independente e a decisão recorrida tenha sido julgada pelo BACEN, aprofundaremos nossa análise sobre o caso.

O caso em tela trata de auditoria sobre corretora de câmbio, em que o parecer teria sido emitido sem ressalvas, ainda que houvesse graves indícios de irregularidades.⁷⁰⁵ A empresa de auditoria independente recebeu condenação a pena pecuniária pelo BACEN⁷⁰⁶.

sugestões recebidas durante o período de audiência pública, a CVM optou por retirar as referências ao dever de adequação da Instrução CVM n.º 505, para tratar do tema em normativo específico.

CVM. Edital de Audiência Pública nº 15/2011. Presidência. Presid. Maria Helena dos Santos Fernandes Santana. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes. 13.12.2011. Item “1. Introdução”.

⁷⁰² Data de corte da pesquisa: 06.04.2014.

⁷⁰³ CRSFN. Acórdão/CRSFN 10653/11. Relatório. III. Apreciação. Cons. Rel. Felisberto Bonfim Pereira. 15.06.2011. Ata publicada no DOU de 02.08.2011 - Seção 1 - p. 17 e 18.

⁷⁰⁴ O Acórdão/CRSFN 10646/11 analisa a atuação de auditoria independente, identificando a função de *gatekeeper* para tais instituições. Não se trata, contudo, de instituição intermediária, razão pela qual não será objeto de nosso exame. CRSFN. Acórdão/CRSFN 10646/11. Cons. Rel. Felisberto Bonfim Pereira. 15 de junho de 2011. Ata publicada no DOU de 02.08.2011 - Seção 1 - p. 17-18.

Também o ACÓRDÃO/CRSFN 10953/12 trata da auditoria independente, qualificando-a como *gatekeeper* e como “intermediário reputacional”.

CRSFN. Acórdão/CRSFN 10953/12. Declaração de Voto. Cons. Rel. Waldir Quintiliano da Silva. 30.07.2012. Ata publicada no DOU de 17.08.2012 - Seção 1 - p. 31 e 32. Item 15.

⁷⁰⁵ CRSFN. Acórdão/CRSFN 11071/13. Relatório. Cons. Rel. Marcos Martins Davidovich. 01.03.2013. Item 1.

⁷⁰⁶ CRSFN. Acórdão/CRSFN 11071/13. Relatório. Cons. Rel. Marcos Martins Davidovich. 01.03.2013. Item 6.

Importa, para nossa investigação, a crítica à defesa da acusada e os esclarecimentos feitos pelo ilustre conselheiro relator, ambos acerca da figura dos *gatekeepers*.

Primeiramente, o voto aponta discordância em relação às razões da recorrente quanto a não ser atribuível à auditoria independente a atividade de identificação de fraudes. Neste ponto, o relator destaca que “Apesar de não se tratar de finalidade precípua da atividade de auditoria, cada vez mais tem sido atribuída função pública à sua atuação, em razão de sua natureza de *gatekeeper*.”⁷⁰⁷ Note-se, aqui, a aproximação entre o serviço privado e a atividade estatal na supervisão do mercado.

Na sequência, o voto passa a discorrer sobre a definição da figura, suas funções e responsabilidades.

Nos moldes dos estudos norte-americanos, a definição do relator para a figura parte de sua função. Dessa forma, compete aos *gatekeepers* realizar a “verificação e, eventualmente a certificação de produtos disponibilizados a investidores.” Ainda, nos mesmos moldes da doutrina norte-americana, identifica os prestadores de serviços e os serviços em que tal dever está presente.⁷⁰⁸ Assim lista o autor:

(...) Dentre esses serviços menciono a verificação de demonstrações contábeis (auditores independentes), avaliação das condições de crédito de companhias e produtos (agências de *rating*), análise de companhias e de prospectos (analistas de investimento), avaliação de equidade e comutatividade de determinada transação comercial (Bancos de Investimentos ao emitir *Fairness opinion*) ou mesmo, como defendido por alguns, serviços advocatícios, quando estes emprestam sua reputação para garantir a credibilidade da operação. Enfim, o principal ativo dos *gatekeepers* é sua reputação no mercado.

A reputação é também esmiuçada. Nota o voto a importância da reputação, uma vez que os *gatekeepers* teriam incentivos reduzidos para compactuar com o ilícito do que os participantes diretos da operação. A reputação destes agentes é obtida através do tempo, de forma que, hipoteticamente, o *gatekeeper* não vai arriscar perder esta qualidade em favor de um cliente⁷⁰⁹

A vinculação da característica da reputação com a necessidade da disseminação da informação inerente ao mercado de valores mobiliários faz com que o

⁷⁰⁷ CRSFN. Acórdão/CRSFN 11071/13. Voto. Cons. Rel. Marcos Martins Davidovich. 26.03.2013. Item 3.

⁷⁰⁸ CRSFN. Acórdão/CRSFN 11071/13. Voto. Cons. Rel. Marcos Martins Davidovich. 26.03.2013. Item 4.

⁷⁰⁹ CRSFN. Acórdão/CRSFN 11071/13. Voto. Cons. Rel. Marcos Martins Davidovich. 26.03.2013. Item 5.

emprego dos *gatekeepers* promova benefícios de várias ordens ao tratar os custos da informação e a assimetria informacional. Nos termos do voto:

(...) Ganha a sociedade que o contrata, em razão da redução dos custos referentes ao acesso de informações fidedignas por parte de agentes do mercado, e ganha o próprio mercado diante do aumento da transparência que a medida proporciona. (...) ⁷¹⁰

É também interessante notar que o voto utiliza a expressão “intermediários reputacionais”, em tradução da expressão *reputational intermediaries* amplamente aplicada pelos doutrinadores norte-americanos, que combina a posição original de prestadora de serviços destas instituições no mercado de valores mobiliários com a dimensão da reputação ⁷¹¹.

A contribuição desta decisão para o tema no Direito brasileiro é notável. O texto promove a internalização de aspectos importantes para a compreensão e emprego da figura dos *gatekeepers*, como o aspecto *quasi* público da prestação de seus serviços, o componente *reputacional*, os efeitos na prestação da informação.

Tais matérias, amplamente percorridas no direito estadunidense, encontram pouca exploração no plano nacional. A figura dos *gatekeepers*, de forma geral, vem sendo aqui aplicada como uma adjetivação, cujo emprego bastaria para denotar uma complexidade de efeitos. Todavia, este conteúdo de efeitos encontra pouca discussão em materiais nacionais. De forma geral, importou-se a expressão, sem esforços equivalentes para discutir e refletir sobre seu conteúdo.

Diante deste cenário, a decisão em comento segue rumo próprio, embasando-se em estudos do direito comparado que já examinaram as características e efeitos da utilização dos *gatekeepers*, associando a figura a certa instituição do mercado de valores mobiliários nacional, e fundamentando tal emprego na legislação pátria que se enquadra sob as características e efeitos esperados dos *gatekeepers*.

⁷¹⁰ CRSFN. Acórdão/CRSFN 11071/13. Voto. Cons. Rel. Marcos Martins Davidovich. 26.03.2013. Item 6.

⁷¹¹ CRSFN. Acórdão/CRSFN 11071/13. Voto. Cons. Rel. Marcos Martins Davidovich. 26.03.2013. Item 6.

5 REGIME DE REGULAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS COMO *GATEKEEPERS* NO DIREITO BRASILEIRO: APONTAMENTOS FRENTE ÀS DISCUSSÕES NO DIREITO NORTE-AMERICANO

Neste capítulo final, confrontaremos como a regulação brasileira, em suas normas e decisões administrativas, emprega os *gatekeepers* no escopo de estruturação e manutenção de um mercado de valores mobiliários eficiente e seguro, com algumas das lições produzidas pelos juristas norte-americanos sobre tal recurso, conforme explorado no item 3.2 deste trabalho.

(i) A regulação e a atuação *ex ante* e *ex post* das instituições intermediárias como *gatekeepers*

Na seara da investigação dos efeitos da estratégia regulatória *ex ante* em contraste com a estratégia regulatória *ex post*, abordadas em maior detalhe no item 3.2.1, vimos que a doutrina americana trabalha a questão de como a norma jurídica direciona o momento em que o *gatekeeper* enfrentará o problema da infração. Tais estudos investigam, com isso, tanto o aspecto da opção do regulador na elaboração da norma quanto a ocasião em que se espera que a figura atue.

O Direito brasileiro se vale da dupla possibilidade de utilização do *gatekeeper* como estratégia de aplicação da norma jurídica que Kraaman aponta em seus estudos⁷¹². Tendo em mente a exposição feita no item 4.1, encontramos a aplicação de instrumentos regulatórios tanto de maneira a se antecipar ao ilícito quanto de maneira a assegurar que a concretização deste será objeto da devida sanção. Igualmente, encontramos nestes deveres em que a conduta do *gatekeeper* deve ocorrer tanto antes quanto depois do ilícito.

Como exemplos do *design* da norma jurídica de forma a lhe incutir um caráter de estratégia *ex ante* de regulação, ou seja, considerar o ilícito antes que aconteça, temos as seguintes normas:

- a) *Regras sobre Lavagem de Dinheiro (Lei 9.613/98 e Instrução CVM 301):*
- (a.1) Regras de identificação e de manutenção atualizada do cadastro dos clientes (Artigo 10, I, da lei e Artigo 3º da instrução);
 - (a.2) Regras de instituição de controles internos (Artigo 10, III, da lei) com objetivo de confirmar e manter atuais os dados de cadastro dos clientes (Artigo 3º-A, I, da instrução). Dentre os objetivos da Instrução CVM 301, está o de evitar que a conta dos clientes seja usada por outras partes;
 - (a.3) Deveres:
 - (a.3.1) de prestar maior atenção nas pessoas politicamente expostas (Artigo 3º-B da instrução);
 - (a.3.2) de o intermediário manter o próprio cadastro atualizado (Artigo 10, IV, da lei); e
 - (a.3.3) de registro de operações (Artigo 10, II, da lei e Artigo 4º da instrução), de dispensar atenção a certas operações e de comunicação de certas condutas ou de ausência destas ao regulador (Artigo 11, I, II, III, da lei e Artigos 6º, 7º e 7º-A da instrução). Identifica-se o caráter de estratégia de regulação *ex ante* na medida em que se impõe uma ameaça ao infrator direto: sobre suas atividades, haverá um *gatekeeper*, especializado na atividade, que atuará no monitoramento das operações e que, quando for o caso, terá o dever de reportar seus achados às autoridades. Ainda, induzem a instituição intermediária a exercer seus controles para não sofrer responsabilizações.
- b) *Instrução CVM 08:*
- A vedação das operações que lista (criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas) é modo de regulação *ex ante*. Isso porque o foco é no impedimento do ilícito, por isso o regulador se vale de estratégia antecipatória. Em face da gravidade das condutas, o ordenamento

⁷¹² Vide nota de rodapé 358.

jurídico estabelece sanções suficientemente fortes para dissuadir os sujeitos mencionados na lei de tomarem parte no ilícito.

c) Instrução CVM 461 – Regras:

(c.1) referentes à exigência de idoneidade (Artigo 51, §1º) e à possibilidade de instituir a reputação ilibada como requisito para operar no mercado (Artigo 51, § 4º); e

(c.2) sobre a segregação de atividades para prevenir conflitos de interesse (Artigo 51, § 3º).

d) Lei Complementar 105/01:

Previsão de troca de informações entre instituições financeiras para fins de cadastro (Artigo 1º, 3º, I).

e) Instrução CVM 505 – Dever:

(e.1) de gravação das ligações (Artigo 14) e de identificar comitente final (Artigo 22) são passíveis de serem compreendidas como estratégia *ex ante* em seu aspecto de ameaça ao infrator direto;

(e.2) de boa-fé, diligência e lealdade (Artigo 30), de não privilegiar interesses próprios da instituição intermediária (Artigo 30, § único), de estabelecimento de controles para evitar conflito de interesses (Artigo 31); e

(e.3) de “zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias” (Artigo 32, I), exemplificando o cuidado no ‘portão’ que o *gatekeeper* deve ter ao permitir o acesso ao mercado.

f) Ouvidoria (Resolução CMN 3.849 e Instrução CVM 529):

(f.1) Na instituição (organização e implementação) do dito “componente organizacional” de ouvidoria (Artigo 1º da resolução e Artigo 2º da

instrução), há um aspecto de regulação *ex ante* em relação ao sinal que o regulador envia ao mercado, de que haverá instância própria, isenta, dentro da instituição intermediária, destinada a resolver problemas, promovendo a confiança de investidores e de clientes quanto à resolução de eventuais problemas em suas operações;

(f.2) Atribuição à auditoria para levar à administração da instituição intermediária sugestões para a correção e melhoria das atividades prestadas, com base nas informações que receber (Artigo 2º, V, da resolução e Artigo 9º, I, da instrução). Há um caráter dual nesta estratégia regulatória, prestando-se *ex ante* na antecipação de tendências e na prevenção à ocorrência de novos ilícitos, mas *ex post* ao buscar remediar comportamentos já ocorridos; e

(f.3) Dever de exercer as atividades da ouvidoria com probidade, boa fé e ética profissional (Artigo 5º, I da instrução).

g) *Suitability (Instrução CVM 539)*:

(g.1) Deveres que se enquadram como estratégia *ex ante*, na medida em que o escopo destes é evitar que o investidor receba oferta de produtos inadequados ao seu perfil e venha a, inadvertidamente, acessar o mercado de valores mobiliários de forma não condizente com tal perfil (Artigo 2º e 5º); e

(g.2) Dever de a instituição intermediária franquear o acesso ao mercado é condicionado à obtenção de declaração do cliente, prevenindo que eventual irresignação deste seja embasada no desconhecimento da inadequação (Artigo 6º).

Como exemplos de elaboração da norma jurídica de forma a tratar *ex post* a questão da infração, temos os seguintes exemplos no ordenamento jurídico:

a) *Regras sobre Lavagem de Dinheiro (Lei 9.613/98 e Instrução CVM 301)*

– *Dever:*

(a.1) de fornecer as informações solicitadas pelo COAF (Artigo 10, V, da lei) e de manter cadastros e registros à disposição da CVM (Artigo 5º da instrução), o que permite a revisão das informações. Trata-se de estratégia regulatória *ex post*, na medida em que a autoridade competente pode requisitar as informações obtidas para a persecução administrativa (e penal, se for o caso);

(a.2) de atenção em relação a operações que possam indicar crimes (Artigo 11, I, da lei), bem como de monitoramento da lista de operações de mercado de títulos e valores mobiliários previstas na norma (Artigo 6º da instrução);

(a.3) de manter atenção mais rigorosa sobre as pessoas politicamente expostas (Artigo 3º-B da instrução) e de registrar operações do cliente (Artigo 4º da instrução), o que possibilita a análise posterior das operações e as comunicações de indícios de ilícitos;

(a.4) de comunicação positiva (Artigo 11, II da lei e Artigo 7º da instrução) e negativa (Artigo 11, III da lei e Artigo 7º-A da instrução). A primeira permite medidas sancionadoras, embasado no conjunto de informações amplamente compilado pela instituição intermediária. A declaração negativa permite ao regulador um indicador sobre o *status* do mercado em relação à realização de ilícitos, permitindo ao regulador identificar áreas de sucesso em sua política de regulação, onde não se fará necessária a intervenção estatal. Sobre os deveres de comunicação, nota-se, também, que o caráter *ex post* da estratégia propicia a antecipação da reação estatal, pois diminui o tempo entre a identificação do ilícito e as medidas sancionatórias e/ou punitivas.

b) *Instrução CVM 461:*

Ao impor o dever da instituição intermediária de colaborar com o órgão de autorregulação competente (Artigo 37, III) e aquele de colaborar com os órgãos de administração, fiscalização e supervisão da entidade administradora de mercado organizado (Artigo 52, II), a estratégia de

regulação possibilita buscar nas informações confiáveis e completas guardadas pelo *gatekeeper* os elementos para responsabilização do infrator pelo ilícito.

c) *Lei Complementar 105/01:*

Há o dever de franquear acesso de informações à CVM em sua atividade fiscalizatória (Artigo 2º, § 3º), não sendo oponível à autarquia a alegação de sigilo das informações.

d) *Instrução CVM 505 – Dever:*

(d.1) de gravação das ligações (Artigo 14) e de identificar comitente final (Artigo 22) permitem levantar dados para averiguar condutas e promover a devida responsabilização, se for o caso;

(d.2) de análise sobre as informações que a instituição intermediária controla e registra referentes a operações de clientes (Artigo 32, II e III); e

(d.3) de reportar à CVM infrações ou possíveis infrações à legislação pertinente de mercado (Artigo 32, IV).

e) *Ouvidoria (Resolução CMN 3.849 e Instrução CVM 529):*

Há o dever de a instituição intermediária instituir órgão isento, para tomar conhecimento e providências quanto a irregularidades, problemas no atendimento a clientes e investidores (Artigo 2º, I da resolução e Artigo 1º da instrução). Acresce a isso que o enfrentamento do problema não se encerra na instituição intermediária, na medida em que os relatórios destinados ao órgão regulador permitem também o conhecimento das irregularidades por parte deste. E, em posse de informações das instituições intermediárias de forma coletiva, pode endereçar medidas específicas a pontos que sejam objeto reiterado de problemas (Artigo 2º, VI, e § 2º, e Artigo 4º, § 5º da resolução e Artigos 9º, II e 12 da instrução).

Passando para análise funcional do *gatekeeper* no tempo, as mesmas normas são objeto de enfoque diverso, em que se examina o momento de atuação do *gatekeeper*, não mais o efeito pretendido pela norma com o emprego da figura.

Assim, em atuação *ex ante*, temos, como exemplo: todas as normas que empregam o *gatekeeper* no registro, cadastro e manutenção de informações; os deveres de estabelecimento de procedimentos e controles internos; a análise do cliente para propiciar a adequação de suas operações ao seu perfil, em procedimento de *suitability*. Sob esta perspectiva, o *gatekeeper* atua antes da realização do ilícito.

Em atuação *ex post*, podemos observar o exercício do *gatekeeper* em atividades de reporte ao regulador de ilícitos identificados; de prestação de documentos, dados e informações solicitadas por órgãos de regulação, de autorregulação e por entidades administradoras de mercados organizados para apuração de condutas; de resolução de problemas e questões do cliente que chegarem ao seu conhecimento por meio da ouvidoria; de elaboração de relatórios, onde obterá um panorama sobre eventuais áreas de risco ao cumprimento da lei em sua atividade. Aqui, a função do *gatekeeper* será contribuir para a adequada atividade sancionadora ou correção de irregularidades.

Confrontando a questão proposta pela doutrina norte-americana com o panorama do tratamento dos *gatekeepers* no Direito pátrio, interessante notar que a investigação doutrinária propicia importante forma de sistematização da matéria. Note-se ainda que tal forma de sistematização se desdobra em uma dupla perspectiva, de forma que se possa refletir sobre a aplicação da figura tanto em matéria de efeitos regulatórios quanto de adequação do momento em que se coloca o *gatekeeper* em ação.

Pelo exposto acima, o ordenamento jurídico nacional permite a identificação do recurso aos *gatekeepers* em ambos os aspectos.

(ii) A regulação e o critério de culpabilidade aplicável:

Sobre o elemento subjetivo do ilícito, a doutrina nacional é incisiva. Leciona Leslie Amendolara que “O direito administrativo sancionador repele, como o direito penal,

qualquer possibilidade de responsabilidade objetiva.⁷¹³ Da mesma forma, Santos, Osório e Wellisch manifestam-se pela inadmissibilidade do critério⁷¹⁴

O direito administrativo sancionador brasileiro, portanto, adota o princípio da culpabilidade, assim aprofundado por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

d) *Culpabilidade do acusado* – A aplicação do princípio da culpabilidade afasta a incidência da responsabilidade objetiva no âmbito do processo administrativo sancionador. Vale dizer, para que possam ser aplicadas punições na esfera administrativa deve ficar demonstrada não apenas a infração da norma, mas também a existência de culpa ou dolo por parte do agente.⁷¹⁵

Conforme a intenção do legislador, a norma disporá sobre a imposição da culpa ou do dolo como critério escolhido⁷¹⁶.

No âmbito da BSM, os pareceres da área jurídica examinados têm a negligência como fundamento para opinar pela ilicitude em uma diversidade de situações, como por exemplo: administração irregular de carteira; ausência de comunicações sobre indícios de irregularidades à CVM⁷¹⁷; a condução de práticas não equitativas e operações fraudulentas, criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; atuação de operador não autorizado, falhas de cadastro⁷¹⁸; realização de operações discrepantes em relação ao perfil do cliente; falhas de controle relacionadas a informações cadastrais do cliente; uso irregular de conta por terceiros⁷¹⁹. Ainda, há culpa ao se falar em “falhas em controles internos” de instituição intermediária, mesmo em se tratando de uma conduta tão objetiva quanto a exigência de procuração hábil a instrumentalizar a representação de cliente por terceiro⁷²⁰.

Já a lição de Santos, Osório e Wellisch entende que as condutas vedadas pela Instrução CVM 08 consistem em exemplos de infrações que exigem a presença de dolo:

⁷¹³ AMENDOLARA, Leslie. *O Processo Administrativo Sancionador no Âmbito do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2008. p. 41.

⁷¹⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, July Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo, Saraiva, 2012, p. 142, nota de rodapé 53.

⁷¹⁵ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo, Saraiva, 2002. 552 p. 499-500.

⁷¹⁶ *O legislador, valendo-se da tipicidade, demarca o ilícito culposos e o ilícito doloso*. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, July Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo, Saraiva, 2012, p. 57.

⁷¹⁷ BSM. Processo Administrativo 13/10. Parecer da Gerência Jurídica. Gerência Jurídica. 13.04.2011. p. 12.

⁷¹⁸ BSM. Processo Administrativo 09/09. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 24.10.2011. p. 10.

⁷¹⁹ BSM. Processo Administrativo 03/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 29.04.2011. p. 17.

⁷²⁰ BSM. Processo Administrativo 06/10. Parecer Jurídico. Gerência Jurídica. 27.06.2011.p. 11-12.

Afora os elementos já mencionados, o tipo administrativo de que se trata exige ainda, para a sua configuração, a prática de uma ação ou omissão dolosa, ou seja, a vontade livre e consciente de incorrer no ilícito.

Além disso, também já se admitiu, em diversos casos de ilícitos previstos na Instrução CVM n. 8/79, a mera presença do chamado dolo eventual, à medida que se constate, pelas peculiaridades próprias de determinado caso concreto, assim como pelos atos e circunstâncias em que perpetradas as operações, que o sujeito assumiu, com suas ações e omissões, o risco de incorrer na conduta ilícita⁷²¹.

Diante da prevalência do princípio da culpabilidade, acima examinado, as amplas discussões do direito norte-americano sobre a imposição do *strict liability* e de suas variantes poderiam encontrar terreno pouco fértil para uma eventual transposição ao sistema jurídico brasileiro. Contudo, algumas breves considerações são cabíveis, para futuro debate, ainda que se tenha em conta as profundas reformas que o regime nacional teria que empreender para torná-las viáveis.

A imposição de responsabilidade objetiva, em uma tradução considerando a semelhança de escopo entre esta e o instituto do direito norte-americano, no campo da regulação de valores mobiliários, tem por objetivo reduzir custos sociais. Isso significa fortalecer a sua observância pelo destinatário, tornar menos dispendiosa a sua aplicação, e promover maiores benefícios gerais para o mercado (a exemplo de maior confiança por parte dos investidores no cumprimento das instituições).

Tais finalidades são desejáveis à regulação, e não se afiguram destituídas de razoabilidade, para certos tipos de ilícitos. Senão vejamos.

No caso das regras de cadastro de clientes previstos pela Instrução CVM 505⁷²², há o dever de a instituição intermediária de obter tal cadastro de cada um de seus clientes. O cumprimento da norma é um teste com apenas dois resultados possíveis: o cadastro foi ou não efetuado?

De forma idêntica, a Instrução CVM 301⁷²³ impõe o dever de a instituição intermediária comunicar a autoridade sobre indícios de crimes relacionados à “lavagem” ou ocultação de bens. Como no caso do dispositivo previamente analisado, a questão da observância da norma se presta a tão-somente duas respostas: a comunicação foi ou não efetuada.

⁷²¹ A lição é originalmente para a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço, mas os autores a estendem para as demais condutas previstas na Instrução CVM 08, como já visto na citação referenciada pela nota de rodapé 527 acima. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, July Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo, Saraiva, 2012, p. 116.

⁷²² Artigo 5º da Instrução CVM 505.

No primeiro caso, a imposição de responsabilidade objetiva poderia ser utilizada no sentido de reduzir custos para impor a sanção ao agente faltoso⁷²⁴. Trata-se de norma relevante em diversos aspectos (permissão de ingresso do investidor ao mercado, controle sobre o acesso à sua conta, adequação das operações que realiza). Em razão disto e da simplicidade em se realizar seu cumprimento, não justifica a movimentação do aparato sancionador no intuito de perquirir a existência culpa ou dolo. A responsabilidade objetiva, poderia ser forma mais rápida e eficiente de cuidar do *enforcement* da norma.

Já no segundo, há repercussões inclusive para o mercado financeiro em sentido amplo, vez que se trata de “lavagem de dinheiro”. A própria gravidade do delito justificaria a responsabilidade objetiva de forma a realçar o valor dado pelo sistema jurídico à infração. A relevância do cumprimento da norma, nesta linha, é tamanha que motivaria o afastamento dos requisitos subjetivos de culpa ou dolo para a imposição de sanção.

Enquanto a doutrina dos Estados Unidos examina o emprego do *strict liability* em condutas bastante mais complexas, como a fraude no mercado de capitais⁷²⁵, o que se sugere para o plano nacional seria avaliar a conveniência de aplicar tal critério em sede de condutas em que a constatação da irregularidade é binária. Ou ocorreu, ou não ocorreu. E nessa medida tornar-se-ia desnecessário maiores delongas em investigar o ânimo do agente cuja conduta é contestada.

(iii) A regulação pela perspectiva das sanções e das recompensas:

A regulação nacional que trata dos *gatekeepers* tem, sem dúvida, caráter voltado à aplicação de sanções. É o que se constatou no exame das normas expostas ao longo deste trabalho, posto que o descumprimento é endereçado de forma a acarretar punições.

O exemplo mais típico de arranjo que estabelece deveres ao *gatekeeper*, sob ameaça de aplicação de sanções em caso de descumprimento é a Instrução CVM 08. Tal modelo observa uma estratégia regulatória bastante tradicional em relação ao uso da figura.

⁷²³ Artigo 7º.

⁷²⁴ A questão da redução de custos para se aferir a responsabilidade de instituição é identificada por COFFEE, JR., John C.. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004, p. 306 e por Partnoy (nota de rodapé 393 acima).

⁷²⁵ PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001. p. 492.

Descrevem-se as condutas vedadas e prescrevem-se as sanções para inobservância das vedações.

Nesse sentido, como visto em 2.5, a lei impõe normas prescritivas de deveres a certos *agents*⁷²⁶, cuja observância à norma é mais fácil de ser obtida do que a do responsável direto pela infração, e que possibilita tanto coibir quanto punir infrações de forma mais eficiente⁷²⁷ em um emprego característico de uma estratégia regulatória baseada nos *gatekeepers*.

A regulação sobre os *gatekeepers* brasileiros é bastante extensiva e, de forma geral, observa o arranjo tradicional construído na doutrina estrangeira. Há regras sobre sua constituição, sua reputação, sua conduta, seus controles, sua infra-estrutura, suas operações, voltadas ao aspecto de dissuasão exercido pela figura. Há também regras sobre sua participação no âmbito da imposição de sanções e da resolução de problemas do mercado de valores mobiliários.

É incontestado, pela análise já empreendida, que a figura foi absorvida pelo direito nacional e que a sua aplicação é ampla e recorrente. Se há geração de eficiência e aprimoramento do sistema jurídico com a figura em sua modelagem clássica, consequência que extraímos do seu vasto emprego nas regras de mercado de valores mobiliários, pode-se indagar se haveria conveniência em iniciar um processo de sofisticação dos arranjos regulatórios.

Neste sentido, não seria o caso de começar a desenvolver, paralelamente à forma como se trata os *gatekeepers* no sistema nacional, a retribuição de sua conduta mediante recompensas, conforme a proposição presente nos estudos de Cunningham? Exemplificativamente, para o caso brasileiro, os incentivos positivos previstos pelo autor poderiam vir na forma de premiação ou de *ranking* indicando o desempenho das instituições intermediárias. A visibilidade disto ajuda tanto o regulador quanto os investidores a separarem os *gatekeepers* eficientes daquelas instituições problemáticas. Assim, implementar-se-ia um incentivo positivo, complementar à certeza da punição, mas de igual interesse para o público em seu esforço de escolha de um prestador de serviço.

Já em linha com esta ideia, identificamos a Instrução CVM 529. Em contraste com a regulação do CMN, a ouvidoria de mercado de valores mobiliários comporta

⁷²⁶ Conforme visto na lição de ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. na nota de rodapé 250 acima.

⁷²⁷ Conforme lição de Coffee na nota de rodapé 252 acima.

também o recebimento de sugestões, críticas e elogios. A relevância do recebimento de tais manifestações foi assim motivada pela CVM:

As críticas, sugestões e elogios servirão como subsídios para a atividade de acompanhamento e aprimoramento do atendimento prestado e da elaboração de relatórios de que tratam os arts. 9º e 12 e se coadunam com o papel indutor de medidas corretivas de procedimentos, próprio das Ouvidorias.⁷²⁸ (Grifamos)

Tal dever nos remete novamente à doutrina de Cunningham⁷²⁹, no que concerne o reconhecimento público como parte de uma estratégia de recompensas para os *gatekeepers*. Retomando a lição do autor: “*But if one condemns those who fail in their job, why not be willing to recognize those who perform their jobs well?*”⁷³⁰. Nesse sentido, em contraste com a ameaça de medidas sancionadoras aplicáveis em caso de descumprimento de dever, oferece-se um incentivo (o elogio) à instituição intermediária para que o observe.

É de se acompanhar e investigar, inclusive, em que medida a imposição de incentivos poderia gerar observância às regras de forma menos custosa que toda a infraestrutura procedimental mobilizada para a imposição de sanções.

⁷²⁸ CVM. Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2012. Processo CVM nº 2010-3269. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flavia Mouta Fernandes, 01.11.2012. p. 6.

⁷²⁹ Examinada no item 3.2.3 deste trabalho.

⁷³⁰ CUNNINGHAM, Lawrence A.. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009, p. 49.

CONCLUSÃO

As corretoras, distribuidoras e os agentes autônomos de investimento, em sua atividade no mercado secundário organizado brasileiro, enquadram-se sob o conceito de *gatekeepers* construído pelo Direito norte-americano.

Tais instituições intermediárias, na mediação de valores mobiliários entre investidores, exercem o papel de monitoramento e de dificultar a realização de negócios ilícitos que as lições iniciais sobre a figura, produzidos por Kraakman, identificaram.

Desempenham, também, os papéis de verificação e de certificação, desenvolvidos pela doutrina de Coffee.

Ainda, estas instituições intermediárias atuam na preparação do cliente para acessar e operar no mercado de valores mobiliários, conforme atribuição analisada nos estudos de Cunningham.

Em sua prestação de serviços no mercado secundário, as corretoras, distribuidoras e os agentes autônomos de investimento empregam as características essenciais dos *gatekeepers* apontadas na doutrina estrangeira. Valem-se da reputação e da condição de *repeat players* para conquistar e manter clientes, justificando a interveniência no negócio de bolsa e de balcão organizado mediante a duplicação de informações.

A regulação brasileira reconhece nas instituições intermediárias a sua qualificação como *gatekeepers* e emprega-as na estratégia de elaboração de suas normas.

Isso se comprova na medida em que o regulador:

- vale-se da maior facilidade de coerção do *gatekeeper* para impor-lhe deveres e sanções, quando a repressão da ilicitude direcionada tão-somente ao beneficiário direto não surtir todos os efeitos desejados pela norma (como no caso da Instrução CVM 08);
- aproveita a presença do *gatekeeper* no negócio jurídico de intermediação de valores mobiliários entre investidores para atribuir-lhe competências de controle e de monitoramento (como nas Instruções CVM 301 e 505); e
- estimula a prevenção a ilícitos, ao estabelecer sobre os *gatekeepers* o dever de obter do investidor uma série de informações que o qualificam para acessar o

mercado (como no caso das regras de cadastro da Instrução CVM 505), de indicar a inadequação de operações (como no caso dos procedimentos de *suitability* previstos na Instrução CVM 539) e de comunicar indícios de irregularidades (como no dever imposto pela Instrução CVM 301).

Por fim, os *gatekeepers* são reputados como auxiliares do regulador, como já cristalizado em decisão administrativa da CVM⁷³¹.

A internalização do conceito de Direito Comparado, contudo, observa as devidas adaptações às necessidades do sistema jurídico nacional. Nessa seara, enquanto a legislação e a regulação dos Estados Unidos preocupam-se em criar e ampliar a normatização sobre os *gatekeepers*, de forma a sanar problemas identificados com as crises dos anos 2000 e aumentar a ameaça legal sobre os infratores de mercado de valores mobiliários, a regulação brasileira está em estágio diferente. Isso porque, dentre outras razões, o setor, no país, tem por característica originária ser extensivamente regulamentado.

Normas de conduta para instituições intermediárias e investidores participantes do mercado, deveres de infraestrutura mínimos para entidades administradoras de mercados organizados, supervisão contínua pela regulação e pela autorregulação, a imposição de procedimentos de pós-negociação de maior ou menor alcance para dado mercado, conforme a opção do regulador, instâncias de julgamento e de imposição de sanções a ilícitos, todos estes elementos já encontram arcabouço regulatório estável no Brasil.

A absorção do conceito de *gatekeeper* no regime jurídico nacional, portanto, é aplicada mais em função de sofisticar o sistema já existente do que de erigir um. Dessa forma, nota-se que apropriação da figura para o Direito Brasileiro busca explorar os efeitos e implicações benéficos do uso dos *gatekeepers* no intuito de aperfeiçoar a estrutura existente, e não de modificá-la ou de substituí-la por outra.

Nesse sentido, a regulação pode trabalhar os efeitos de redução de custos para o regulador e para o mercado com o emprego dos *gatekeepers*, da adequação da supervisão exercida pela instituição intermediária, da suficiência da coerção imposta sobre o *gatekeeper* para dissuadi-lo a não compactuar com o ilícito, e, de forma geral, da eficiência de tudo isto para um mercado de valores mobiliários confiável e seguro.

Como mostrado neste trabalho, as regras de mercado de valores mobiliários

⁷³¹ Vide a decisão proferida no Processo Administrativo Sancionador 02/02, analisada no item 4.2.1 deste trabalho.

já endereçam o tratamento dos *gatekeepers* e os órgãos julgadores competentes já avaliam a atuação da figura. Permitimo-nos, assim, prever que, para a ciência jurídica, os próximos passos nos estudos sobre o tema buscarão medir os efeitos concretos obtidos com o recurso aos *gatekeepers* no regime jurídico nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIRRE, Guerry J.. The Enron Decision: Closing the Fraud Free Zone on Errant Gatekeepers?. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 28, 2003. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 18.10.2010. p. 447-511.

AKERLOF, George A.. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, Aug., 1970. p. 488-500.

AMENDOLARA, Leslie. *O Processo Administrativo Sancionador no Ambito do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2008. 114 p.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3. ed.. São Paulo, Atlas, 2007. 367 p.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H.. Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement. *Law Working Paper No. 135/2009*, European Corporate Governance Institute, Nov. 2009. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em 10.10.2010. p. 1-18.

ARNOLD, M. Thomas. “It’s déjà vu all over again” – Using Bounty Hunters to Leverage Gatekeepers Duties. *Tulsa Law Review*, v. 45, 2010, p. 419-469.

BES, Fernando Trías de. *El Hombre que Cambió su Casa por un Tulipán: Que Podemos Aprender de la Crisis y Cómo Evitar que Vuelva a Suceder*. Madrid, Planeta Madrid, 2009, 253 p.

BRUNER, Christopher M.. States, Markets, and Gatekeepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization. *Michigan Journal of International Law*, v. 30, n. 1, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1152307>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 125-176.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa – Teoria Palco-Plateia* –, São Paulo, Almedina, 2011, 215 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo, Saraiva, 2002. 552 p.

CHOI, Stephen. Market Lessons for Gatekeepers. *Northwestern University Law Review*, v. 92, n. 3, 1998. p. 916-966.

_____. A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries. *Berkeley Business Law Journal*, v. 1, n. 1, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=528164>>. Acesso em: 18.10.2010. p. 1-37.

CLUCHEY, David P., The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect Us from the Next Crisis? (January 1, 2011). *The Financial Crisis of 2008: French and American Responses-Proceedings of the 2010 Franco-American Legal Seminar*, Martin A. Rogoff, Michael Dixon, Eric Bither, et al., eds, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1831661>>. Acesso em: 03.02.2014. p. 201-242.

COFFEE, JR., John C.. The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting, *Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies*, Working Paper No. 191, May 21, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270944>. Acesso em: 01.04.2014. p. 1-60.

_____. Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid. *The Business Lawyer*, v. 57, Aug. 2002, p. 1403-1420.

_____. The Attorney as a Gatekeeper: an Agenda for the SEC. *Columbia Law Review*. 2003. p. 1293-1316.

_____. What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's. *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004. p. 269-309.

_____. Gatekeeper Failure and Reform, The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004. p. 301-364.

_____. Partnoy's Complaint: A Response. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004. p. 377-382.

_____. A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ. *Columbia Law and Economics Working Paper No. 274*, Mar. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em: 02.11.2009. p 3- 21.

_____. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford, Oxford University Press, 2006. 389 p.

_____. What went wrong: a initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009. p. 1-22.

_____; SALE, Hillary. Redesigning the SEC: Does the Treasury have a Better Idea?. *Virginia Law Review*, v. 95, 2009. p. 707-783.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C.. *Securities Regulation: cases and materials*, 6. ed., Nova Iorque, Aspen Publishers, 2009. 1177 p.

CUNNINGHAM, Lawrence A.. Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability. *UCLA Law Review*, v. 52, Winter 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=554863>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 1-72.

_____. Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1022360>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 1-53.

_____. Carrots for Vetogates: Incentive Systems to Promote Capital Market Gatekeeper Effectiveness. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=980949>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 1-52.

DI CASTRI, Simone; BENEDETTO, Francesco. Il caso Parmalat e l'indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova dell crack. *Banca Impresa Società*, v. 24, n. 2, giugno 2005. p. 1-27.

_____. There is Something about Parmalat (On Directors and Gatekeepers). Nov. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=896940>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 1-33.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2. ed. rev. e atual., Rio de Janeiro, Renovar, 2008. 660 p.

EPSTEIN, Richard A.. A Theory of Strict Liability. *The Journal of Legal Studies*, v. 2, n. 1 (Jan., 1973). p. 151-204.

FRANCO, Vera Helena de Mello. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. Especificidades. A intermediação e a desintermediação financeira (Os Novos Produtos). *Revista Forense*, v. 104, n. 399, set./out. 2008. p. 525-531.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H.. The Mechanisms of Market Efficiency. *70 Virginia Law Review* No. 70, May 1984. p. 549-643.

GILSON, Ronald J.. The Devolution of the Legal Profession: a demand side perspective. *Maryland Law Review*, v. 49, n. 4, 1990. p. 869-916.

HAMDANI, Assaf. Gatekeeper Liability. *Southern California Law Review*, v. 77, 2003. p. 53-121.

JAFFEE, Dwight et al. Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis. *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*. ACHARIA, Viral D.; RICHARDSON, Mathew (Org). Wiley, 2009. Disponível em: <<http://faculty.haas.berkeley.edu/jaffee/Papers/NYUCh1.pdf>>. Acesso em: 22/09/2013. p. 61-82.

KRAAKMAN, Reinier H.. Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls. *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984. p. 857-898.

_____. Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2., n. 1, Spring 1986. p. 53-104.

LABY, Arthur B. Differentiating Gatekeepers. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=953948>>. Acesso em: 04.11.2009. p. 119-163.

LEVITIN, Adam J.; WACHTER, Susan M.. Explaining the Housing Bubble (April 12, 2012). *Georgetown Law Journal*, v. 100, n. 4, 2012. p. 1177-1258.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. 5. ed. Austin, Boston, Chicago, New York: Aspen Publishers, 2004. 1602 p.

MAVROMMATI, Sandy. The Dynamics of Gatekeepers, Corporate Culture and Whistleblowers. *The Corporate Governance Law Review*, v. 1, n. 3, 2005. p. 385-401.

MELIS, Andrea. Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian case? *Corporate Governance: an International Review*, v.13, n. 4, July 2005. p. 478-488.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v.II, t.I, I.II. Atual. por NEGRÃO, Ricardo. Campinas, Bookseller, 2001. 582 p.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais*. 2. ed. rev. e atual., São Paulo, Dialética, 1999. 367 p.

MURPHY, Austin. An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1295344>>. Acesso em: 08.04.2014. p. 1-27.

OH, Peter B.. Gatekeeping. *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=601361>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 2-79.

PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime. *Washington University Law Quarterly*, v. 79, 2001. p. 491-547.

_____. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee. *Boston University Law Review*, v. 84, 2004. p. 365-375.

_____. How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, May 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=900257>>. Acesso em: 02.11.2009. p. 59-72.

_____. Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-014, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 1-20.

_____. Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis. *University of San Diego School of Law Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 09-015, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430653>>. Acesso em: 24.09.2012. p. 1-18.

PEREIRA FILHO, Valdir C.; HAENSEL, Taimi. A Instrução CVM 476 e as Ofertas Públicas com Esforços Restritos. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 45, julho-setembro de 2009. p. 333-343.

POLINSKY, A. Mitchell. Liability vs. Negligence in a Market. *The American Economic Review*, v. 70, n. 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Second Annual Meeting of the American Economic Association* (May, 1980). Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1815499?origin=JSTOR-pdf>>. Acesso em: 10.03.2014. p. 363-367.

ROMANO, Roberta. The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *ECGI –European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 52/2004, Yale Law School, International Center for Finance, Yale University, Center for Law, Economics and Public Policy, Research Paper No. 297, New York University Law and Economics Research Paper Series Working Paper No. 04-032*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=596101>>. Acesso em: 17.01.2014. p. 1-234.

ROSS, Sthephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, v. 63, 1973, Disponível em: <<http://www.aeaweb.org/aer/top20/63.2.134-139.pdf>> Acesso em: 30.01.2014. p. 134-139.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações (Lei 6404/76)*, v. 3. VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva (Coord.). São Paulo, Co-edição entre Instituto dos Advogados de São Paulo e Resenha Universitária, 1980. 140 p.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo, Atlas, 2005. 615 p.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, July Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo, Saraiva, 2012. 295 p.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Agências de Classificação de Créditos e seu Papel de *Gatekeepers*. In: *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). São Paulo, Malheiros, 2011. p. 373-387.

SHAVELL, Steven. Strict liability versus Negligence. *Journal of Legal Studies*, Jan. 1980, v. 9(1). p.1-25.

STEIL, Benn. Lessons of the Financial Crisis. *Council on Foreign Relations, Center for Geoconomic Studies. Council Special Report No. 45*, March 2009. p. 1-52.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 135, julho-setembro 2004. p. 136-147.

TRINDADE, Marcelo. SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional. *Espaço Jurídico BM&FBOVESPA*, 2009, Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf>. Acesso em: 20.06.2012. p. 1-54.

TUCH, Andrew F.. Multiple Gatekeepers (March 23, 2010). *Virginia Law Review*, v. 96, Issue 7, p. 1583-1672, 2010; *Sydney Law School Research Paper*, n. 10/33. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1577405>>. Acesso em: 27.05.2012. p. 1-75.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2003. 308 p.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. ampl., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009. 322 p.

GLOSSÁRIO

Agência de *Rating* – Agência de classificação de risco

Corretora – Sociedade corretora de valores mobiliários

Decreto 2.799/98 – Decreto nº 2.799, de 8 de outubro de 1998

Decreto 1.935/96 – Decreto nº 1.935, de 20 de junho de 1996.

Distribuidora – Sociedade distribuidora de valores mobiliários

Lei 4.595/64 – Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

Lei 4.728/65 – Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.

Lei 6.385/76 – Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Lei 6.404/76 – Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976

Lei 9.613/98 – Lei nº 9.613, de 03 de março de 1998.

Lei 12.683/12 – Lei nº 12.683, de 9 de julho de 2012.

Lei Complementar 105/01 – Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001

Lei Dodd-Frank – *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Public Law 11-203)*.

Lei Sarbanes-Oxley – *Public Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 (Public Law 107-204)*

Instrução CVM 08 – Instrução CVM nº 8, de 08 de outubro de 1979.

Instrução CVM 122 – Instrução CVM nº 122, de 06 de junho de 1990.

Instrução CVM 301 – Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999.

Instrução CVM 355 – Instrução CVM nº 355, de 1º de agosto de 2001.

Instrução CVM 387 – Instrução CVM nº 387, de 28 de abril de 2003.

Instrução CVM 434 – Instrução CVM nº 434, de 22 de junho de 2006.

Instrução CVM 461 – Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.

Instrução CVM 476 – Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

Instrução CVM 497 – Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011.

Instrução CVM 505 – Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011.

Instrução CVM 523 – Instrução CVM nº 523, de 28 de maio de 2012.

Instrução CVM 529 – Instrução CVM nº 529, de 1º de novembro de 2012.

Instrução CVM 539 – Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013.