MURIEL WAKSMAN

Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Doutor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2017

MURIEL WAKSMAN

Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2017

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Waksman, Muriel

Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM /
Muriel Waksman ; orientador Haroldo Malheiros
Duclerc Verçosa -- São Paulo, 2017.
166

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2017.

1. Mercado de Valores Mobiliários. 2. Regulação.
3. CVM. 4. SEC. 5. Transplante legal. I. Malheiros
Duclerc Verçosa, Haroldo , orient. II. Título.

Ao Érico, eterno namorado e companheiro.

Ao π , com saudades infindáveis.

Agradecimentos

Ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, meu orientador e eterno ídolo, por ter me dado a oportunidade de ser sua orientanda, pela convivência ao longo dos últimos três anos, por todos os ensinamentos e pela imprescindível orientação para finalizar o presente trabalho.

Aos Professores Rachel Sztajn e Marcos Paulo de Almeida Salles, por terem me dado a abertura de assistir às aulas da Pós-Graduação (oficial e extraoficialmente), por todos os ensinamentos e pelas aulas extraordinárias.

Aos Professores Rachel Sztajn e Francisco Satiro de Souza Junior, pelas valiosíssimas sugestões e instruções em minha Banca de Qualificação.

À Silvania Tognetti, minha chefe e eterna fonte de inspiração, cuja paciência e, acima de tudo, ajuda, foram imprescindíveis para a finalização do presente trabalho.

Aos meus pais, Hilton e Renata, irmão, Ricardo, e avó, Hildinha, por existirem em minha vida e fazerem de mim quem sou hoje.

Ao meu marido, eterno companheiro e namorado, Érico, pela paciência com o “túmulos de stress” que sou, compreensão e ajuda em todos os momentos (fáceis ou difíceis). Sou eternamente grata e apaixonada.

WAKSMAN, Muriel. *Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM*. 2017. 166p. Mestrado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Janeiro de 2017.

Resumo

O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro teve por consequência a ampliação do campo de atuação da CVM. O presente trabalho tem o intuito de analisar as diferentes formas de atuação desta autarquia, na qualidade de principal órgão de intervenção no mercado de capitais nacional, com base em seu histórico e suas influências. Neste sentido, de forma a melhor compreender o papel desempenhado pela CVM, é necessária a análise da regulação econômica e dos instrumentos de intervenção do Estado na economia, assim como das influências diretamente recebidas da agência reguladora norte-americana, a SEC. A fim de avaliar as principais diferenças entre os sistemas jurídicos norte-americano e o brasileiro, pretende-se fazer uma comparação de sua origem histórica (*Common Law* e *Civil Law*). Por fim, para o melhor entendimento dos limites existentes ao intervencionismo estatal na economia de ambos os países, assim como dos resultados da influência dos EUA no mercado de capitais brasileiro, almeja-se analisar os efeitos de referido transplante legal.

Palavras-chave: Mercado de Valores Mobiliários. CVM. Regulação. SEC. Intervencionismo. Transplante Legal.

WAKSMAN, Muriel. *The Limits to the Interventionist Power of the Brazilian Securities' Commission (CVM)*. 2017. 166p. Master – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2017.

Abstract

The development of the Brazilian capital market resulted in an expansion of the scope of the Brazilian Securities' Exchange Commission (*CVM*). This paper aims to analyze how different ways of such agency's acting, in the capacity of the main intervention agency in the national capital market, based on its history and influences. In this sense, to better understand the role played by the CVM, it is necessary to analyze the economic regulation and the instruments of State's intervention in the economy, as well as the direct influences received from the American agency, the SEC. For the evaluation of the main differences between the American and Brazilian legal systems, we aim to compare its historic origins (Common Law and Civil Law). Finally, to better understand the limits to the state interference in both countries' economy, as well as the results of the US influence in the Brazilian capital market, we aim to analyze the effects of such legal transplant.

Key-words: Capital Market. CVM. Regulation. SEC. Intervention. Legal Transplant.

SUMÁRIO

I.	SOBRE O TEMA A SER DESENVOLVIDO	11
II.	INTERVENCIONISMO	14
III.	LIMITES DE INTERPRETAÇÃO: HERMENÊUTICA	18
3.1.	Conceito de Hermenêutica	18
3.2.	Conceito de Norma	20
3.3.	As Fontes de Direito	21
3.4.	Inexistência de Lacunas? Questão de Interpretação	23
IV.	COMMON LAW X CIVIL LAW	25
4.1.	Civil Law	25
4.2.	Common Law	27
V.	REGULAÇÃO	33
5.1.	Regulação nos EUA	38
5.1.1.	Nascimento da Regulação	38
5.1.2.	Cenário de Crises	43
5.2.	Razões de Implantação da Regulação	46
5.2.1.	Monopólios	49
5.2.2.	Externalidades Negativas	52
5.2.3.	Assimetria Informacional	53
5.2.4.	Competição Predatória	54
5.3.	Papel da Regulação no caso das Falhas de Mercado	55
5.4.	Teorias	56
5.4.1.	Primórdios do Pensamento Econômico	57
5.4.2.	Teoria Clássica do Interesse Público	58
5.4.3.	Teoria Econômica da Regulação	59
5.4.4.	Teoria de Posner	62
5.4.5.	Teoria Institucionalista	65
5.5.	Alternativas à regulação	68
5.5.1.	Deregulation	68
5.5.2.	Autorregulação	69
5.6.	Abordagem Regulatória	70
VI.	MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO	78
6.1.	Desenvolvimento do mercado norte-americano	78

6.2.	Regulação Estatal nos EUA.....	81
6.3.	Legislação dos EUA	83
6.4.	A SEC	85
6.5.	Sistema Regulatório dos EUA.....	88
VII.	MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO.....	91
7.1.	Prática da Regulação – SFN	92
7.2.	Mercado de Capitais Brasileiro	95
7.3.	Conceito de Valor Mobiliário e a Regulação do Mercado de Capitais	101
7.4.	Competência e Poderes da CVM.....	105
7.4.1.	Poder Normativo	108
7.4.2.	Poder Autorizativo.....	112
7.4.3.	Poder Preventivo	112
7.4.4.	Poder Fiscalizador e de Polícia.....	115
7.4.5.	Poder Punitivo	119
7.4.5.1.	Termo de Compromisso (“TC”).....	121
7.4.5.2.	Processo Administrativo Sancionador da CVM.....	123
7.5.	Críticas.....	133
VIII.	TRANSPLANTES JURÍDICOS	136
8.1.	Significado e Visões	136
8.2.	Falhas.....	140
8.3.	Exemplos de Transplantes.....	143
8.4.	Caso Brasil e EUA.....	145
IX.	CONCLUSÕES	150
X.	BIBLIOGRAFIA	152

SIGLAS E ABREVIATURAS

BACEN	Banco Central do Brasil
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
IN CVM	Instrução da CVM
LSA	Lei das Sociedades Anônimas
MP	Medida Provisória
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SFN	Sistema Financeiro Nacional

I. SOBRE O TEMA A SER DESENVOLVIDO

O título da presente Dissertação é “Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM”. O tema a ser tratado envolve o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e o poder da CVM em intervir no dia-a-dia das companhias e em suas decisões em geral, com base em suas influências e sua história.

O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro nos últimos anos envolve, necessariamente, o aumento da amplitude de atuação da CVM no seu dia-a-dia, no âmbito de suas atividades fiscalizadoras e reguladoras. Neste sentido, reparou-se que a atuação da autarquia, foi, com o passar dos anos, cada vez mais proativa, em função da importância dada ao mercado de capitais e da necessidade de proteção dos seus investidores.

O tema de pesquisa possui, como pontos principais, a análise da competência da CVM sob a perspectiva da regulação econômica e da influência do mercado de capitais norte-americano. Neste sentido, pretende-se analisar a estrutura de poderes do mercado mobiliário brasileiro, com base no poder intervencionista da CVM nas empresas, assim como a história da agência reguladora que lhe deu origem, a SEC.

Em vista do tema proposto, a pesquisa será realizada sobre três panos de fundo: (1) as formas de regulação e intervenção do Estado na economia dos países; (2) a atuação das agências reguladoras em estudo no presente trabalho, quais sejam, a CVM e a SEC; e (3) o estudo dos principais motivos pelos quais se percebe que há diversas diferenças entre os mercados de capitais brasileiro e norte-americano, desde a diferença histórica (*Common Law* e *Civil Law*) até os transplantes jurídicos.

O primeiro capítulo desenvolvido para o presente trabalho envolve o estudo e a confirmação dos termos “intervencionismo” e “poder intervencionista” e a sua relação com o presente trabalho, na medida em que um dos focos, aqui, será a presença do Estado na economia (regulação).

O segundo capítulo foi desenvolvido de forma a analisar-se as formas de interpretação (hermenêutica jurídica) disponíveis para que possamos partir ao exame dos sistemas regulatórios dos mercados de capitais brasileiro e norte-americano. Desta forma, ao definir-se a maneira de se interpretar os diferentes sistemas jurídicos, pode-se partir à análise específica de cada um deles.

O terceiro capítulo envolve uma breve comparação da base de referidos sistemas jurídicos – a forma de utilização das fontes do Direito e o consequente funcionamento de cada sistema separadamente. Neste sentido, far-se-á breves comentários das principais diferenças entre os sistemas de *Common Law* e *Civil Law*, adotados nos EUA e no Brasil, respectivamente, para que se possa começar a entender as principais dificuldades das influências do primeiro no mercado de capitais do último.

O quarto capítulo pretende dissecar a forma de intervenção do governo nas economias e nos mercados de capitais ao redor do mundo, por meio do estudo da regulação. Neste sentido, far-se-á considerações a respeito do surgimento dos sistemas regulatórios, o seu histórico nos EUA, as razões de implementação de um sistema regulatório (falhas de mercado), o papel da regulação no dia-a-dia dos indivíduos (num sentido econômico), as principais teorias que envolvem a regulação econômica e suas alternativas.

O quarto capítulo analisa de forma pontual os pontos históricos e as principais mudanças políticas e socioeconômicas ocorridas no mercado de capitais norte-americano. Neste capítulo, não se pretende esgotar todos os aspectos do mercado de valores mobiliários dos EUA, mas, sim, faz-se uma análise dos principais pontos de diferença com relação ao mercado brasileiro.

O quinto capítulo é marcado pelo estudo do mercado de capitais do Brasil, suas origens, principais características e evolução ao longo dos anos. Neste sentido, pretende-se, ao final de referido capítulo, realizar uma análise das maiores diferenças encontradas entre os mercados de valores mobiliários brasileiro e norte-americano.

Por fim, o sexto e último capítulo envolve o estudo pontual dos transplantes legais que tanto influenciam os sistemas jurídicos ao redor do mundo. Desta forma, almeja-se concluir o presente trabalho, tendo-se em vista as justificativas dadas anteriormente à dificuldade da implantação de um sistema jurídico como o da SEC no Brasil (transplante jurídico).

IX. CONCLUSÕES

Do presente trabalho, três conclusões podem ser extraídas:

- (i) a criação da CVM, ao transplantar para o Brasil o sistema em funcionamento nos EUA, permitiu, inicialmente, um desenvolvimento do mercado de capitais em velocidade maior do que se dependesse de um crescimento orgânico da legislação local;
- (ii) muitas das críticas feitas à atuação da CVM são relacionadas à importação do modelo americano, mas são resultado de um transplante legal incompleto, sem ajustes, para que tal formato jurídico pudesse ser eficientemente adotado no país; e
- (iii) para suprir o desejado funcionamento do mercado, a CVM utiliza-se da interpretação como forma de atingir seus objetivos, algo que encontra obstáculos no sistema jurídico brasileiro, em razão do sistema de Civil Law adotado.

Com base nos principais temas tratados no presente trabalho, um ponto que fica extremamente claro é a influência da SEC na criação e no desenvolvimento da CVM brasileira. O sistema jurídico do mercado de capitais brasileiro está diretamente relacionado ao sistema implementado nos EUA.

Outro aspecto que fica claro, também, é o fato de que o mercado de capitais brasileiro possui um funcionamento bastante diferente do mercado norte-americano. O formato da intervenção estatal no mercado de capitais dos EUA é um formato de *Common Law*, através do qual as decisões dos órgãos julgadores do país, como um todo, são baseadas em precedentes jurídicos. Por outro lado, o arcabouço jurídico do Brasil é fundamentado no *Civil Law*, sistema legalista, embasado em regras e normas jurídicas escritas.

Portanto, a hermenêutica jurídica de ambos os países é originária de sistemas totalmente diferentes, com ideais e práticas próprias. Neste sentido, o transplante legal do mercado de capitais norte-americano no Brasil possui diversas falhas e lacunas, por conta

das diferenças de ambos os sistemas jurídicos e, até mesmo, da forma de pensar do jurista brasileiro e americano.

Não se pode responsabilizar um transplante jurídico por todas as mazelas do mercado de capitais brasileiro – pelo contrário, a importação de legislação estrangeira, advinda de um país economicamente desenvolvido, pode ser uma excelente solução. Todavia, o transplante imposto a uma população, sem a análise de sua origem e a consequente adaptação às condições socioeconômicas, políticas e culturais locais, gera uma legislação e as práticas mercadológicas enfraquecidas e, muitas vezes, contrastantes com relação à realidade jurídica do país receptor.

O jurista e o aplicador da lei no Brasil são acostumados com um Estado intervencionista bastante presente, o qual reforça a ideia de obediência à legislação local (independentemente de “invencionismos” que possam surgir com o passar do tempo). O jurista norte-americano, diferentemente, está acostumado com a aplicação de casos julgados no passado atualidade – o que pode ser visto como um “invencionismo legal”, por meio do qual se cria normas a serem moldadas e aplicadas a cada caso concreto.

O problema do mercado de capitais brasileiro não está relacionado ao transplante jurídico da SEC, mas, sim, à forma de realização de referido transplante. Se o legislador brasileiro tivesse considerado a possibilidade de criação de normas pelo aplicador da lei de acordo com cada caso julgado, referido transplante teria sido aplicado 100%. Contudo, como referido sistema “invencionista” poderia vir a ser utilizado de forma incoerente pelos juristas brasileiros (os quais acabariam por dar um “jeitinho” em cada caso analisado, como é de praxe), a sua aplicação no Brasil não foi realizada.

Neste sentido, assim como se abriu portas ao sistema de valores mobiliários norte-americano, dever-se-ia ter adaptado o transplante norte-americano, para que fosse familiarizado ao caso brasileiro.

X. BIBLIOGRAFIA

AFSHARIPOUR, Afra. *Legal Transplants in the Law of the Deal: M&A Agreements in India*. UC Davis Legal Studies Research Paper Series No. 469, 2015. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2686718>.

AFTERMAN, Allan B. *SEC Regulation of Public Companies*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1995.

AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, 1970.

ALEXY, Robert. *Teoria dos Direitos Fundamentais*. 2ª Edição. Trad. Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2011.

ARAGÃO, Paulo Cezar. *A CVM em juízo: Limites e Possibilidades*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34.

ATAR, Nursel. *The Impossibility of a Grand Transplant Theory*. Ankara Law Review, Vol.4, No.2, 2007.

ATKINS, Paul S.; BONDI, Bradley J. *Evaluating the Mission: A Critical Review of the History and Evolution of the SEC Enforcement Program*. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XIII. 2008. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1459721>.

ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 16ª Edição. São Paulo: Malheiros, 2015.

BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysostomo de Oliveira (Org.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. 2ª Edição. New York: Oxford University, 2012.

BERKOWITZA, Daniel; PISTORC, Katharina ; RICHARDD, Jean-François. *Economic development, legality, and the transplant effect*. European Economic Review 47, 2003.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991.

BOBBIO, Norberto. *Estado, governo, sociedade: para uma teoria geral da política*. 16ª Edição. São Paulo: Paz e Terra, 2010.

_____. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 10ª Edição. Brasília, D.F.: Universidade de Brasília, 1982.

BLACK, Henry Campbell. *Black's Law Dictionary*. Saint Paul: Editorial Staff, 1933.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório Anual da CVM de 2014, acesso em 05 de julho de 2015: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20150529-3.html>.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2000.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 17/97.

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução CMN 2.690, de 2000.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Estado e subdesenvolvimento industrializado: esboço de uma economia política periférica*. São Paulo: Ed; Brasiliense, 1977.

BREYER, Stephen G. *Regulation and its Reform*. Cambridge, Mass.: Harvard University, 1982.

BRITO, Manoel Francisco. *O novo guardião do mercado*. Revista Exame, nº 816, 26 de abril de 2004.

BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. *Desregulacion: entre el Derecho y la Economia*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1993.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-Plateia*. São Paulo: Almedina, 2011.

CALETTA, JR., Phillip J.; CAMERON III, George D. *Foundations of Business Law and Legal Environment*. Houston: Dame Publications, 1997.

CAMPBELL, David. *Why Regulate the Modern Corporation? The Failure of "Market Failure"*. Apud *Corporate Control and Accountability: changing structures and the dynamics of regulation*. Editado por Joseph McCahery, Sol Picciotto e Colin Scott. Oxford: Clarendon, 1993.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *O Papel Regulador da CVM*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Nº 27, Ano 8, 2005.

_____. *Aspectos Regulatórios do Mercado de Capitais*. Apud CRETELLA JUNIOR, José. *Tratado de direito administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 1968.

CARVALHO, David Ferreira. *A Crise Financeira dos EUA e suas Prováveis Repercussões na Economia Global e na América Latina: uma Abordagem pós-Minskyana*. UFRGS: III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira.

CARVALHOSA, Modesto. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Paz e Terra. 2ª Edição. 1977.

CASTRO, Hélio O. Portocarrero de; EIZIRIK, Nelson Laks. *Regulação e Controle do Mercado de Capitais (o papel da SEC na experiência norte-americana)*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974.

CATEB, A. B. & GALLO, J. A. *Breves considerações sobre a teoria dos contratos incompletos*. Berkley Program in Law and Economics Working Papers, 2007; FICI, Antônio. *Il contratto incompleto*. Torino: G. Giappichelli, 2005.

CHOI, Stephen J. *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*. Berkeley Business Law Journal, Vol. 1, No. 1, 2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=528164>.

_____. *Channeling Competition in the Global Securities Market*. UC Berkley Public Law and Legal Theory Research Paper Series. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=371700. 2003.

_____. *Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal*. Program In Law and Economics Working Paper Series. UC Berkeley Law and Economics Working Paper 2000 – 1. School of Law Center for the Study of Law and Society University of California Berkeley, California 9472.

COASE, Ronald H. *The New Institutional Economics In Source: The American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Tenth Annual Meeting of the American Economic Association (1998).

COFFEE, JR., John C. *Convergence and Its Critics: What Are The Preconditions to the Separation of Ownership and Control?* Columbia Center for Law and Economics Working Paper No. 179, 2000. Disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=241782.

COFFEE, John C., Jr. BERLE, Adolf A. *Enhancing Investor Protection and The Regulation of Securities Markets*. Working Paper No. 348. Congressional Testimony of John C. Coffee, Jr. March 10, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1372194>.

Commission des Communautés Européennes. *Le Contrôle des marchés de valeurs mobilières dans les États membres de la Communauté européenne*. Bruxelles: Série Concurrence, 1981.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Securities Regulation. Cases and Materials*. 5ª Edição. New York: Aspen, 2006.

CLARKE, Donald. *Lost in Translation? Corporate Legal Transplants in China*. The George Washington University Law School Public Law and Legal Theory Working Paper No. 213. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=913784>.

DINIZ, Maria Helena. *As Lacunas no Direito*. São Paulo: Saraiva, 2002.

DAINOW, Joseph. *The Civil Law and the Common Law: Some Points of Comparison*. The American Journal of Comparative Law, Vol. 15, No. 3 (1966 - 1967).

DAVID, René. *Les grands systèmes de droit contemporains*. Paris: Précis Dalloz, 1978. 7ª Edição.

DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança Corporativa e Novo Mercado: Proteção ao Investidor e Falhas no Marco Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. *Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa*. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, 2016.

DUXBURY, Neil. *The nature and authority of precedent*, Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

DWORKIN, Ronald M. *Is Wealth a Value?* The Journal of Legal Studies, Vol. 9, No. 2, Change in the Common Law: Legal and Economic Perspectives, 1980.

_____. *O Império do Direito*. 2ª Edição. São Paulo: Martins Fontes, 2007.

EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar.

_____. *O Colegiado da CVM e o CRSFN como Juízes Administrativos: Reflexões e Revisão*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª Edição. Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia. *Ampliação do Conceito de Valor Mobiliário no Direito Brasileiro*. Revista da Comissão de Valores Mobiliários, n. 27, 1998.

ENGISH, Karl. *Introdução ao pensamento jurídico*. 6ª Edição. Lisboa: Calouste Gulbendian, 1983.

FARIA, José Eduardo. *Direito Economia na Democratização Brasileira*. São Paulo: Saraiva, 2013.

Fenet PA. *Recueil Complet des Travaux Preparatoires du Code Civil* T.I. 470, 1827.

FERRAZ JR., Tercio Sampaio. *Introdução ao Estudo do Direito: Técnica, Decisão, Dominação*. São Paulo: Atlas, 2003.

FRANÇA, R. Limongi. *Hermenêutica Jurídica*. 7ª Edição. São Paulo: Saraiva, 1999.

FONSECA, Herculano Borges da. *O Papel da Comissão de Valores Mobiliários na Economia Brasileira*. Revista da Comissão de Valores Mobiliários, v. 1, nº 1, 1983.

FOX, Justin. *The Myth of the Rational Market. A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*. Harper Business.

GALLIGAN, D. J. *A Reader on Administrative Law*. Oxford University Press. 1996.

GELLHORN, Ernest; LEVIN, Ronald M. *Administrative Law and Process in a Nutshell*. 4ª Edição. St. Paul, Minn. West Publishing Co. 1997.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1998: interpretação e crítica*. São Paulo: Malheiros, 2004.

GROTE, Rainer; MARAUHN, Thilo (Edição). *The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform*. Cambridge, Mass.: Cambridge University, 2006.

HABERMANS, Jürgen. *The structural transformation of the public sphere: An Inquiry into a Category of Bourgeois Society*. Trad. Thomas Burger. 7ª tir. Cambridge: The MIT Press, 1995.

HAY, Peter. *Law of the United States: An Overview*. 3ª Edição. Bruxelas: C.H. BECK Bruylant, 2010.

HAYEK, Fried. A. *The Use of Knowledge in Society*. The American Economic Review. Vol. 35, No. 4, 1945.

HOFFMAN, Eva. *Lost in Translation: A Life in a New Language*. London: Minerva, 1991.

KAHN, Alfred E. *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*. Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology, 1988.

KANDA, Hideki; MILHAUPT, Curtis J. *Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*. Columbia Law School Working Paper No. 219, 2003. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=391821.

KELSEN, Hans. *Teoria Geral das Normas Jurídica*. Tradução: José Florentino Duarte. Porto Alegre: Fabris, 1986.

KELSEN, Hans. *Teoria Pura do Direito*. Trad. João Baptista Machado. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

KLUG, Marcello; ANDRADE, Marcelo. *Sobre a responsabilidade dos administradores*. Fonte: Valor Econômico de 1 de abril de 2014.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. NBER Working Paper Series, Working Paper 5879, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES, José Luiz Pedreira. *A Lei das S.A.*, Renovar: Rio de Janeiro, 1992.

LARENZ, Carl. *Metodologia da Ciência do Direito*. 3ª Edição. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997.

LEAES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*. São Paulo, RT, 1982.

LEGRAND, Pierre. *The Impossibility of “Legal Transplants”*. 4 Maastricht J. Eur. & Comp., 1997.

LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter. *Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research*. 2008. .

LIPTON, David A. *Governance of Our Securities Markets and the Failure to Allocate Regulatory Responsibility*. 34Cath. U. L. Rev.397.1985.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. Aspen Publishers Online, 2004.

LOYOLA, Gustavo. *O Futuro da Regulação Financeira*. Apud Garcia, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (org.). *Risco e Regulação*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

MAHONEY, Paul G. *The Common Law and Economic Growth: Hayek Might be Right*. University of Virginia School of Law Legal Studies Working Papers Series, Working Paper 00-8, January 2000.

MARINONI, Luiz Guilherme. *Precedentes Obrigatórios*. 4ª Edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *O Novo Estado Regulador do Brasil, Eficiência e Legitimidade*. São Paulo: Singular, 2006.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Administração de Empresas, v. 25, nº 2, 1985, Pp. 37-51. EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Müller. *Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964*. Direito e Economia – 30 Anos de Brasil. Série GVLaw. 2012.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 15ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

MCCRAW, Thomas K. *Prophets of regulation*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press. 1984.

MCCUBBINS, Matthew D.; NOLL, Roger G.; WEINGAST, Barry R. *Administrative Procedures as Instruments of Political Control*. Oxford University Press: Journal of Law, Economics & Organization. Vol. 3, No. 2, 1987.

MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World*. Chicago: University of Chicago, 2008.

MISES, Ludwig von. *Intervencionismo: uma Análise Econômica*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

MOLONEY, Niamh. *EC Securities Regulation*. Segunda Edição. Oxford University Press, 2008.

MONTESQUIEU. *O Espírito das Leis*. São Paulo: Martins Fontes, 2005.

MORANDI, André; FIRMO, Marcio Gold. *Regulação: Errada, Incompleta ou não Aplicada? Apud* Garcia, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (org.). *Risco e Regulação*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997.

NOLL, Roger G. *Regulatory Reform and International Trade Policy*. University of Chicago Press, 2000.

NORTH, Douglas C. *Institutions*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, No. 1, 1991.

OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *A Auto-Regulação e o Mercado de Capitais. Apud* BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysostomo de Oliveira (Org.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.

PEERENBOOM, Randall. Toward a Methodology for Successful Legal Transplants. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1981887>.

PELTZMAN, Sam. *The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation*. Brookings Papers on Economic Activity, 1989.

PIMENTEL, Manoel Pedro. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional*. São Paulo: RT, 1987.

PINHEIRO, Armando Castelar. SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005.

POSNER, Richard A. *Taxation by Regulation*. University of Chicago. The Bell Journal of Economics and Management Science. Vol. 2, No. 1, 1971.

_____. *The Social Costs of Monopoly and Regulation*. NBER Working Paper Series. Working Paper nº 55.

_____. *Theories of Economic Regulation*. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 41, 1974.

PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatório das S.A. Tag Along*. Quartier Latin.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RAZIN, Assaf; ROSEFIELDE, Steven. *Global Financial Crisis 2008 and Beyond: A Rude Awakening*. Israel Economic Review Vol. 8, No. 2 (2010).

REALE JÚNIOR, Miguel. *CVM e processo administrativo sancionador*. Valor Econômico, São Paulo, 05 de fevereiro de 2003.

ROCHA, Bolívar B. M. *O Poder Normativo de Órgãos da Administração – O Caso da Comissão de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil n. 64.

ROE, Mark J. *Chaos and Evolution in Law and Economics*. 109 Harvard Law Review 641, 1996. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=10018>.

_____. *Regulatory Competition in Making Corporate Law in the United States—And Its Limits: And what it means for the EU and the Centros line of cases*. 2005.

_____. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press, 1994.

ROMANO, Roberta. *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?* Working Papers New York University School of Law, 2005. P

_____. *Regulating in the Dark*. Yale Law School, NBER e ECGI March 31, 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1974148>.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da Competência do CMN e da CVM no Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 108, outubro/dezembro 1997.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. Malheiros. 3ª Edição.

_____. *Regulação da Atividade Econômica*. São Paulo: Malheiros, 2001.

SALOP, Steven C. *Modifying Merger Consent Decrees: An Economist Plot to Improve Merger Enforcement Policy*. Georgetown University Law Center, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2768143>.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *Por que defender os termos de compromisso no mercado de capitais?* Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/publicacoes-e-eventos/ArtigoAlexandreTC.pdf>.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina. *Aproveitamento de atuação autorregulatória permite imposição adequada de penalidades*. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. *Notas sobre o Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Nº 34, Ano 9, 2006.

SCALIA, Antonin. *Common-Law Courts in a Civil-Law System: The Role of United States Federal Courts in Interpreting the Constitution and Laws*. The Tanner Lectures on Human Values delivered at Princeton University March 8 and 9, 1995.

SECURATO, José Roberto; SECURATO, José Cláudio (Coord.). *Mercado Financeiro: Conceitos, cálculo e análise de investimento*. Saint Paul. 3ª edição.

SERPA LOPES, Miguel Maria de. *Curso de Direito Civil*. 4ª Edição. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991.

SHAPIRO, Dorothy. *Lessons from SEC v. Citigroup: The Optimal Scope for Judicial Review of Agency Consent Decrees*. 2013. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2246033.

SIEMS, Mathias M. *Legal Origins: Reconciling Law & Finance and Comparative Law*. McGill Law Journal. Vol. 52.

SPAMANN, Holger. *Contemporary Legal Transplants — Legal Families and the Diffusion of (Corporate) Law*. Harvard Law School Public Law & Legal Theory Working Paper Series Paper No. 09-33. Disponível <http://ssrn.com/abstract=1411704>.

STIGLER, George J. *The Theory of Economic Regulation*. The Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 2, No. 1, 1971. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/3003160>.

STIGLITZ, Joseph E. *Freefall – Free markets and the sinking of the global economy*. Londres: Allen Lane, 2010.

STIGLITZ, Joseph E. *Information and the Change in the Paradigm in Economics*. Nobel Prize Lecture, December 8, 2001.

SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012.

SZTAJN, Rachel. *Externalidades e custos de transação: a redistribuição de direitos no Novo Código Civil*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 133, 2004.

_____. *O Que se Perdeu na Tradução*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, v. 153.

_____. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 135. São Paulo: Malheiros, julho-setembro/2004.

_____. *Teoria Jurídica da Empresa – Atividade Empresária e Mercados*. São Paulo: Atlas. 2004.

SZTAJN, Rachel; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A incompletude do contrato de sociedade*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 131, 2003.

TRINDADE, Marcelo. *As novas regras dos EUA e o mercado de capitais no Brasil*. Revista Jus Navigandi, Teresina, ano 7, nº 60, 2002. Disponível em <https://jus.com.br/artigos/3417>. Acesso em 6 de janeiro de 2017. SMITS, Jan. *On Successful Legal Transplants in a Future Ius Commune Europaeum*. Apud A. Harding e E. Örüci, *Comparative Law in the 21st Century*. Grã Bretanha, 2002.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial 1. Teoria Geral do Direito Comercial e das Atividades Empresariais Mercantis. Introdução à Teoria Geral da Concorrência e dos Bens Imateriais*. 3ª Edição, revista atualizada e ampliada. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

VIEIRA, Andréia Costa. *Civil Law e Common Law: os Dois Grandes Sistemas Legais Comparados*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2007.

WATSON, Alan. *Legal Transplants: an Approach to Comparative Law*. Athens: University of Georgia, 1993.

WILENTZ, Sean. *The Rise of American Democracy: Jefferson to Lincoln Paperback*. 2005 by W. W. Norton & Company.

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

ZARING, David. *Enforcement Discretion at the SEC*. Texas Law Review. Vol. 94:1155, 2016. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2651671>.

ZINGALES, Luigi. *The Future of Securities Regulation*. University of Chicago. 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1319648>.

ZINGALES, Luigi. *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*. Law Working Paper N°. 21/2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=536682>.

ZYLBERSZTAJN, Decio. SZTAJN, Rachel (Org.). *Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005.