**TEORIA PALCO-PLATÉIA:
A INTERAÇÃO ENTRE REGULAÇÃO E
AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE BOLSA**

Luiz Felipe Amaral Calabro

Doutorado em Direito

Orientador: Professor Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

Departamento de Direito Comercial

São Paulo, janeiro de 2010.

**Teoria palco-platéia:
a interação entre regulação e autorregulação do mercado de
bolsa**

Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

Candidato: Luiz Felipe Amaral Calabré

Universidade de São Paulo
Faculdade de Direito
Departamento de Direito Comercial

São Paulo, janeiro de 2010.

Exma. Banca Examinadora

*Aos meus pais Rosária Calabró e Felipe
Calabró, que me transmitiram uma educação
calcada na autorregulação e na boa-fé.*

AGRADECIMENTOS

À Camila por todo amor, apoio, paciência e incentivo a mim dedicado.

Ao professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa pela confiança e estímulo à autorregulação, à reflexão e à livre pesquisa.

Aos integrantes do bem sucedido “Projeto 2007 - Bovespa” (do qual tive a felicidade de participar): Gilberto Mifano, Hélcio Fajardo Henriques, Francisco Carlos Gomes, Charles Man de Toledo, César Augusto de Faria e Cristina Tauaf Ribeiro; projeto que culminou na desmutualização e abertura de capital da BOVESPA e na modelagem da atual estrutura de autorregulação do mercado de bolsa brasileiro, a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM).

À Nora Rachman, Luiz Eduardo Martins Ferreira, Otavio Yasbek e Luis Gustavo da Matta Machado por todos os ensinamentos a mim transmitidos e pela dedicação que sempre demonstraram para a manutenção da integridade e credibilidade do mercado de bolsa.

À equipe da Gerência Jurídica da BSM e ao amigo Luiz Eduardo Costa e Silva pelo apoio e interlocução sobre os mais diversos assuntos relacionados à tese.

Aos membros do Conselho de Supervisão da BSM, pelo pioneirismo e excelência profissional que têm demonstrado neste novo cenário de autorregulação do mercado de bolsa.

À Raymundo Magliano Filho, ex-presidente da BOVESPA, por todos os ensinamentos transmitidos, em especial pelo destaque da importância dos princípios democráticos, (inspirados na jusfilosofia de Norberto Bobbio), para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Aos meus grandes amigos e à Noquetanges Band, exemplo vivo da interação palco-platéia.

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO

A tese e o tema.....	1
Estrutura do trabalho e aspectos metodológicos.....	1
A importância do tema e a contribuição original da tese.....	5
Limitações do tema	8

CAPÍTULO 1 – A ATUAL ESTRUTURA DA AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE BOLSA.....10

1.1. Criação das regras de mercado pela entidade administradora do mercado de bolsa.....	13
1.2. Supervisão de mercado.....	16
1.3. A auto-listagem.....	21
1.4. Fiscalização das pessoas autorizadas a operar	24
1.5. Aplicação de penalidades e outras medidas de <i>enforcement</i>	29
1.6. A autonomia e independência da estrutura de autorregulação.....	36
1.7. Conclusões parciais e novas perspectivas de análise da estrutura de autorregulação do mercado de bolsa.....	40

CAPÍTULO 2 – AUTORREGULAÇÃO: CONCEITO E EVOLUÇÃO HISTÓRICA

2.1. Conceito amplo de autorregulação.....	44
2.2. Panorama histórico da evolução das estruturas de autorregulação das bolsas.....	45
2.2.1. A Junta de Corretores e a Câmara Sindical	47
2.2.2. A Autorregulação nas bolsas mutualizadas	55
2.2.3. Desmutualização das bolsas e a alteração na estrutura de autorregulação	63
2.3. Autorregulação: identidade entre regulador e regulado?	68
2.4. Conceitos de autorregulação na biologia e na escola fisiocrática.....	69
2.5. Autorregulação na psicologia e na pedagogia.....	72
2.6. Distinção entre autorregulação e o exercício da livre iniciativa.....	75

CAPÍTULO 3 – A NATUREZA JURÍDICA DA ESTRUTURA DE AUTORREGULAÇÃO.....82

3.1. A interação entre regulação e autorregulação.....	88
--	----

CAPÍTULO 4 - CRITÉRIOS MATERIAIS PARA AS DECISÕES NO ÂMBITO DA ESTRUTURA DE AUTORREGULAÇÃO

4.1. Atual estrutura de autorregulação do mercado de bolsa como síntese entre tese liberal e antítese intervencionista.....	91
4.2. Boa-fé objetiva: informação, lealdade e confiança – pressupostos teóricos do mercado e das condutas individuais.....	95
4.3. Simetria de informação.....	100
4.4. Proteção ao investidor.....	109
4.5 Lealdade e confiança.....	120

CAPÍTULO 5- TEORIA PALCO-PLATÉIA.....123

5.1. A gênese da teoria palco-platéia: interação entre regulação e autorregulação.....	123
5.2. Representação geométrica e dinâmica da teoria palco-platéia.....	130
5.3. Sistema jurídico aberto e a determinação do “dever-ser”.....	131
5.4. Palco como representação de interesses e poder constituinte de uma mensagem normativa	135
5.4.1. Platéia como suporte ao poder constituinte da mensagem normativa advinda do palco.....	137
5.5. Relação palco-platéia: poder integrado.....	138

CONCLUSÕES.....139

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS142

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA.....149

RESUMO.....164

ABSTRACT.....165

RIASSUNTO.....166

APRESENTAÇÃO

A tese e o tema

A tese a ser defendida é a de que a autorregulação institucionalmente estruturada e legitimada pela regulação é um eficiente arranjo para tratar as falhas e riscos inerentes ao mercado de bolsa.

O objetivo é apresentar novas perspectivas de análise integrada da regulação e da autorregulação do mercado de bolsa que, usualmente, são tratadas como alternativas incompatíveis na dialética entre teses liberais e intervencionistas. Outro objetivo, é aproximar a análise da autorregulação do mercado de bolsa ao repertório jurídico.

O tema da tese é a interação entre regulação e autorregulação no mercado de bolsa.

Estrutura do trabalho e aspectos metodológicos

O ponto de partida, no primeiro capítulo, é a descrição da atual estrutura da autorregulação do mercado de bolsa e sua interação com a regulação, que parece transcender a tradicional forma de regulação estatal e o tradicional conceito liberal de autorregulação, nos permitindo, portanto, testar as novas perspectivas de análise integrada da regulação e da autorregulação no mercado de bolsa.

Ainda no primeiro capítulo, descreveremos as principais funções da autorregulação do mercado de bolsa (de regulação, supervisão, fiscalização e de aplicação de penalidades¹) e a inter-relação entre as atividades de autorregulação e a administração do mercado.

O capítulo será fechado com a apresentação de alguns problemas de enquadramento jurídico da autorregulação do mercado de bolsa que podem comprometer sua eficiência. Procuraremos responder a tais problemas com as perspectivas propostas nos capítulos subsequentes.

O segundo capítulo se inicia com uma análise panorâmica da evolução histórica do conceito e da estrutura da autorregulação do mercado de bolsa, a fim de identificarmos suas

¹ Conhecida no mercado como “medidas de *enforcement*”

variações e seus elementos mais marcantes² que constituirão a base a partir da qual apresentaremos as novas perspectivas de análise do tema.

Para tanto, percorreremos um panorama histórico da evolução da autorregulação do mercado de bolsa, desde sua origem até a estrutura contemporânea, que decorre, em especial, das sensíveis e recentes transformações advindas dos processos de desmutualização e abertura de capital das bolsas de valores.

O terceiro capítulo inaugura a apresentação das novas perspectivas de análise do tema. A primeira perspectiva proposta tem como objetivo apresentar uma conceituação jurídica e formal da autorregulação do mercado de bolsa analisando-a à luz da teoria geral do direito. O ponto fundamental dessa exposição será explicitar a natureza jurídica da autorregulação do mercado de bolsa, distinguindo-a dos conceitos de autorregulação das associações de classe profissional e do exercício da autonomia privada.

Nesse sentido, buscaremos situar as normas e decisões advindas do exercício da autorregulação do mercado de bolsa na hierarquia do ordenamento jurídico, o que nos permitirá analisar as questões relativas à validade e à eficácia de tais normas e decisões e sua subsunção aos regimes jurídicos, público e privado.

O quarto capítulo apresenta uma perspectiva material da autorregulação do mercado de bolsa, procurando explicitar os critérios para a definição do conteúdo das regras de conduta e decisões tomadas em seu âmbito. Nesse sentido, proporemos, como critérios materiais, a concretização das premissas teóricas do mercado em concorrência perfeita para a justa formação dos preços e manutenção da integridade do mercado, bem como a análise dos deveres derivados do princípio da boa-fé objetiva (informação, proteção e lealdade) para a criação, interpretação e aplicação das regras de conduta a serem exigidas dos participantes do mercado pela estrutura de autorregulação.

O quinto capítulo apresenta uma perspectiva aberta e especulativa que procura situar o desenvolvimento da autorregulação do mercado de bolsa num contexto mais amplo e pragmático, explorando alguns aspectos das situações comunicativas que envolvem os processos de formação das decisões sociais e individuais que, em nosso entendimento,

² No curso da exposição histórica, arriscaremos algumas incursões nos conceitos de autorregulação utilizados em outras ciências e que inspiraram as novas perspectivas de análise do tema que serão apresentadas nos capítulos subsequentes.

revelam a interação entre regulação (em seu sentido amplo de estímulo externo ao organismo) e autorregulação (em seu sentido amplo de estímulo interno ao organismo) como axioma presente nas relações inter-subjetivas, em especial naquelas que resultam na criação de padrões de conduta e instituições públicas ou privadas.

Com isso, ressalvado o caráter ensaísta da teoria palco-platéia, procura-se situar a evolução da estrutura de autorregulação do mercado de bolsa como derivação de um axioma de interação entre regulação e autorregulação, em seus sentidos amplos.

Apesar do nome, “teoria palco-platéia”, não temos a pretensão de apresentar uma teoria fechada nem de afirmar ser esta a única forma possível de abordagem das situações comunicativas envolvidas nos processos decisórios. Apenas sugerimos uma abordagem aberta e especulativa que pode facilitar a representação das situações envolvidas na formação de juízos críticos e decisórios, mediante um discurso que combina uma linguagem-objeto jurídica com uma meta-linguagem afeita à arte e aos movimentos sócio-culturais, que, em nosso entendimento, pode contribuir para o aperfeiçoamento da institucionalização da autorregulação do mercado de bolsa.

O primeiro objetivo da metáfora palco-platéia é possibilitar a representação geométrica e a representação dinâmica dos modelos ideais de situações comunicativas envolvidas nos processos de decisão individual e social. Em suma, o palco é representado pelo centro de uma circunferência de onde emana uma mensagem com conteúdo prescritivo (proibido, obrigatório ou permitido). O raio da circunferência é a força e abrangência da mensagem. A platéia, representada por pontos dentro da circunferência, simboliza os indivíduos e instituições (jurisdicionados) que recebem a mensagem como estímulo e reagem de acordo com suas convicções e estratégias: cumprindo a prescrição advinda do palco, se agregando para construir outros modelos de conduta legítimos, ou descumprindo a prescrição e assumindo o risco de marginalização.

Além de viabilizar a representação geométrica e dinâmica dos raciocínios ideais apresentados no trabalho, um outro objetivo da teoria palco-platéia é provocar, por meio da utilização da linguagem metafórica, a reflexão sobre a dinâmica da interação entre regulação e autorregulação no mercado de bolsa, bem como as relações de poder e os conflitos de interesse a serem coordenados. Não é pretensão do trabalho esgotar todas as possibilidades

de reflexão e crítica, o que sequer seria possível, mas, ao menos, suscitá-las e provocá-las. A metáfora auxiliará na consecução desse objetivo.

Trazendo para a tese os signos de uma experiência social que, muito provavelmente, já fora vivenciada pelos leitores nas mais variadas formas de reunião social em que se estabelece a relação palco-platéia³, podemos ativar diversas possibilidades de reflexão e crítica que nos auxiliam a pensar nos modelos de institucionalização da autorregulação do mercado, a fim de garantir a integridade, justiça e eficiência das decisões tomadas em seu âmbito.

Esse movimento de institucionalização da autorregulação do mercado de bolsa, em nosso entendimento, parece acompanhar uma tendência de adoção de princípios democráticos nas instituições privadas que passam a internalizar em sua estrutura e em seus órgãos deliberativos a representação de interesses que outrora eram encarados como externalidades. Em outras palavras, os palcos decisórios das instituições privadas passam a representar outros interesses (difusos, sociais, ambientais, etc), transcendendo o discurso unidirecional da eficiência calcada na racionalidade maximizadora do auto-interesse (lucro).

Ganha relevância, nesse sentido, a análise da teatralização dos discursos que preconizam as melhores práticas e modelos ideais que definem as regras de conduta e as estruturas das instituições.

A teoria palco-platéia analisa os movimentos de interação entre regulação e autorregulação no mercado de bolsa como parte de uma questão maior e essencial relativa ao processo de formação das decisões individuais e sociais.

Percorridas essas etapas, acreditamos que a conclusão final será pela validade da tese de que a autorregulação institucionalizada e legitimada pela regulação é um eficiente arranjo para tratar as falhas e riscos inerentes ao mercado de bolsa e manter a integridade e credibilidade do mercado de bolsa.

Importante ressaltar que o teste da eficiência desse arranjo não se dará por meio quantitativo, nem econométrico. Será um teste lógico-discursivo que, em nosso

³ Podemos citar como exemplos não taxativos: espetáculos teatrais, shows de música, discursos, palestras, aulas, reuniões de conselhos deliberativos e o próprio diálogo no qual o emissor da mensagem é palco e o receptor é platéia, alternando-se as posições durante o diálogo.

entendimento, é um teste válido para justificar uma hipótese construída em ciências humanas⁴.

Importância do tema e a contribuição original da tese

O mercado de bolsa é estruturado de forma a permitir que a formação dos preços dos bens nele negociados seja resultado da livre atuação da oferta e demanda (forças endógenas de mercado).

Sob essa perspectiva, a estrutura do mercado de bolsa visa a concretização mais próxima possível⁵ dos requisitos ideais neoclássicos da concorrência perfeita⁶, dentre os quais podemos destacar: (i) o atomismo⁷, que pode ser definido como a multiplicidade de vendedores e compradores de um determinado bem (valores mobiliários, no caso da bolsa), sem que haja um comprador ou vendedor que possa influenciar sozinho o preço do ativo, o

⁴ Vale lembrar que o objeto das ciências humanas se constitui de questões zetéticas, de difícil decomposição ou mensuração quantitativa.

⁵ No curso do trabalho procuraremos apresentar, ainda que superficialmente, os arranjos regulatórios que visam a concretização dessas premissas teóricas.

⁶ Fábio Nusdeo (2005, 268-269) sugere que “as bolsas, seja de mercadorias, seja de valores, malgrado algumas ressalvas, representam simulacros de mercados concorrenciais artificialmente organizados para reproduzir as condições características do regime [de concorrência perfeita]”. Ainda, conforme Fábio Nusdeo (idem, 267) “o regime de concorrência perfeita exige para se considerar caracterizado um grande número de requisitos, dos quais são essenciais os seguintes: a) grande número de compradores e de vendedores em interação recíproca; b) nenhum deles suficientemente importante a ponto de exercer qualquer influência nas condições de compra ou de venda do produto em questão (atomização de mercado); c) homogeneidade do produto das operações; d) plena mobilidade dos agentes operadores e de seus fatores, isto é a facilidade de acesso ao mercado e de retirada dele por parte de qualquer interessado; e) pleno acesso dos operadores a todas as informações relevantes; f) ausências de economia de escala; g) ausência de economias externas (externalidades). É fácil verificar o quanto um regime como este representa muito mais uma abstração do que uma situação encontrada na realidade. Trata-se obviamente de um modelo útil enquanto apresenta as condições ideais de funcionamento de uma economia de mercado e permite elaborar um padrão de referência para a análise de situações concretas. A concorrência perfeita representa na ciência econômica o que o vácuo ou a ausência de atrito representam na física, isto é, situações teóricas cujo conhecimento revela-se necessário para melhor apreensão do que se passa na prática. Na concorrência perfeita, o preço surge natural e objetivamente da interação recíproca dos inúmeros agentes em presença. Funciona soberana, sem ressalvas (...)”.

⁷ Conforme afirma Fábio Nusdeo (2005, 149): “Um outro pressuposto básico do sistema de mercado, imprescindível para lhe assegurar o pretendido automatismo e adaptabilidade a condições mutantes, vem a ser o da chamada atomização, isto é, o mercado para bem funcionar deve ser composto por um número razoavelmente elevado de compradores e vendedores em interação recíproca, e nenhum deles excessivamente grande ou importante”.

que se verifica, sobretudo nos ativos com alta liquidez; (ii) a simetria de informação, sobre as cotações, ofertas e negócios realizados e também sobre as características e riscos do valores mobiliários negociados e informações de atos e fatos que possam afetar o preço dos ativos; (iii) a mobilidade dos fatores, ou o automatismo e adaptabilidade a condições mutantes, que, no caso do mercado de bolsa, está relacionado à arbitragem, à liquidez dos ativos e à possibilidade do agente econômico, rapidamente, vender um valor mobiliário e comprar outro; e (iv) a inexistência de barreiras de entrada e saída para os emissores dos ativos.

O funcionamento desse mercado, entretanto, apesar de seguir movimentos “aparentemente naturais” das forças de oferta e demanda (na linha descrita pelos neoliberais) é extremamente regulado.

A visão naturalista de um mercado em que a livre atuação dos agentes resulta num estado ótimo de equilíbrio independente do regramento humano, na prática não se confirma.

Conforme observa Fábio Nusdeo (2005, 269):

na estruturação dos mercados bursáteis existe uma vasta gama de normas legais e regulamentares a, por assim dizer, forçar o seu comportamento concorrencial tão puro quanto possível. São normas relativas ao dever de informar, à variação anormal das cotações, a operações envolvendo grandes quantidades (*block trade*), a operações especiais como tomada de controle de sociedades, e tantas outras.

Nesse sentido, para garantir a concretização das premissas teóricas da concorrência perfeita, é necessária uma complexa regulação e fiscalização que é desempenhada, conjuntamente, pelos órgãos públicos e pela própria entidade administradora do mercado de bolsa num movimento de interação entre regulação e autorregulação institucionalizada.

Esse arranjo institucional que inter-relaciona a regulação com a autorregulação passou por sensíveis transformações após os recentes processos de desmutualização e abertura de capital das entidades administradoras dos mercados de bolsa que, podemos adiantar, reforçaram a atividade de autorregulação, conferindo-lhe maior independência e robustez.

Apesar disso, ainda hoje e, em especial após a crise financeira iniciada no mercado imobiliário norte-americano⁸ (que rapidamente se alastrou para o mercado financeiro e de

⁸ Que ficou conhecido como crise do *sub-prime*, ou crise no mercado de crédito para devedores *sub-prime*. Em relação a essa crise, vale frisar que ela tem origem num mercado que, além de não ser regulado, não é autorregulado de forma institucional. Nesse sentido, o exemplo da crise nos serve apenas para, de um lado, perceber a im procedência das opiniões que identificam na crise a comprovação contemporânea da derrocada

capitais), ainda há quem associe o conceito de autorregulação à noção de ausência de regulação, revelando a importância de trabalhos que explicitem o conceito contemporâneo de autorregulação do mercado de bolsa.

Nesse sentido, a primeira contribuição desse trabalho à ciência jurídica brasileira é propor um conceito jurídico de autorregulação do mercado de bolsa, que há muito tempo não é mais fundado na visão naturalística da “mão-invisível” do mercado, mas, sim, num complexo arranjo institucional e jurídico, envolvendo normas e estruturas institucionais de governança que interagem com a regulação do mercado.

Vale ressaltar, entretanto, que a originalidade e o potencial de contribuição deste trabalho para a ciência jurídica se concentra muito mais em torno das perspectivas de análise sugeridas do que no tema propriamente dito. Isso porque, a autorregulação do mercado de bolsa é um tema debatido, há tempos, pela doutrina econômica e jurídica⁹.

Entretanto, não há nenhum trabalho jurídico brasileiro¹⁰ que tenha analisado a autorregulação do mercado de bolsa com o propósito de explicitar sua interação com a regulação e dissolver o aparente antagonismo¹¹ entre as teorias econômicas liberais e intervencionistas¹², sob enfoque triplo: (a) por meio da teoria geral do direito; (b) por meio do princípio da boa-fé objetiva¹³ e (c) por meio de abordagem pragmática e especulativa das situações comunicativas envolvidas nos processos decisórios individuais e sociais, denominada metaforicamente de “teoria palco-platéia”.

Essa é a face mais visível do trabalho. Mas, há ainda um outro potencial de contribuição do presente trabalho, que é de analisar a autorregulação do mercado de bolsa com base no repertório do Direito, de forma a explicitar que o mercado, como *locus* de relações intersubjetivas, deve seguir a ética, além dos números.

Os números são ótimos para mensuração de riscos, estabelecimento de estratégias, formação de indicadores, identificação de *outliers* e de operações fraudulentas. O grande

do conceito de autorregulação do mercado e, de outro lado, para reforçar o conceito proposto no presente trabalho de que a autorregulação deve ser institucionalizada e legitimada pela regulação.

⁹ Esperamos ter indicado, na bibliografia, alguns dos melhores trabalhos sobre o tema.

¹⁰ Pelo menos até o momento.

¹¹ O que significa aproveitar o que há de melhor nessas teorias, abstrair seus radicalismos. Encontrar um ponto de equilíbrio entre ambas.

¹² E suas respectivas derivações: teorias neo-liberais e teoria da regulação.

¹³ Que se incluem no âmbito do direito privado.

desafio, porém, é estruturar uma ética de mercado capaz de concretizar os princípios econômicos¹⁴ positivados na Constituição Federal.

Por fim, caso nenhuma dessas potenciais contribuições se apresentem evidentes para o leitor, há ainda uma última mensagem, original nos dias atuais, talvez a mais importante de todas. Está no título do trabalho. Trata-se de lembrar que o Direito, muito mais do que ciência, é uma Arte.

Limitações do tema

Muitos trabalhos que tratam do mercado de bolsa se iniciam com a descrição da estrutura normativa e econômica do Sistema Financeiro Nacional, passando pela conceituação de mercado financeiro e de capitais, pelas competências dos órgãos reguladores e pelas atribuições e responsabilidades de cada participante do mercado de valores mobiliários. Considerando que essa descrição já se encontra muito bem estruturada em diversos trabalhos indicados na bibliografia, podemos pressupô-las e passar diretamente à análise das questões fundamentais da tese, que se referem especificamente à estrutura de autorregulação do mercado de bolsa.

O presente trabalho não tem a pretensão de explorar a análise casuística de crises¹⁵ pretéritas que possam ser entendidas como prova da falibilidade das estruturas de regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários, como por exemplo a recente crise ocorrida no mercado de crédito imobiliário norte-americano.

O trabalho também não analisará todas as possíveis estruturas de autorregulação do mercado de bolsa e de seus respectivos participantes. Trataremos, apenas, de distinguir duas categorias de autorregulação: a autorregulação em sentido amplo (*latu sensu*) que corresponde ao âmbito da autonomia privada e a autorregulação legitimada pelo

¹⁴ Art. 170 da Constituição Federal.

¹⁵ Entendemos que o trabalho não perderá qualidade em razão dessa limitação, posto que a pesquisa incluirá a leitura da doutrina que trata da atual crise e de crises pretéritas, para dela tentar extrair os fundamentos da regulação e da autorregulação.

ordenamento jurídico. Quando nos referirmos a ambas categorias, esclareceremos que o conceito de autorregulação está sendo empregado em sentido amplo, já que a segunda é uma qualificação da primeira categoria.

Entendemos que não cabe em uma tese de doutorado descrever detalhes operacionais e procedimentais da estrutura de atividade de autorregulação. Nesse sentido, focaremos as questões fundamentais da estrutura de autorregulação, como, por exemplo, a natureza jurídica da entidade autorreguladora, os possíveis conflitos de interesse no exercício da atividade de autorregulação, as funções da atividade de autorregulação, a representatividade dos participantes do mercado e os princípios a serem seguidos.

Também não será escopo do trabalho, analisar a casuística de processos administrativos (processos de *enforcement*) conduzidos por entidades autorreguladoras em face de participantes de mercado. Eventualmente poderá ser citado um ou outro caso para ilustrar algum aspecto fundamental sobre a estrutura da autorregulação do mercado de bolsa.

A tese a ser defendida se refere à falhas e riscos inerentes ao mercado como objetivo a ser atendido pela autorregulação institucionalizada e legitimada pelo ordenamento jurídico. Entretanto, o presente trabalho não analisará o tema das falhas e riscos inerentes ao mercado que, devido a sua complexidade, mereceria uma análise específica. Para nossas pretensões, bastará tangenciar os princípios e elementos essenciais que garantem a integridade e credibilidade do mercado sem aprofundar as análises sobre cada uma das possíveis falhas e riscos que poderiam comprometê-las.

Por fim, não é pretensão do presente trabalho provar as conclusões por meio quantitativo. Nesse sentido, a conclusão pela eficiência do arranjo institucional entre regulação e autorregulação será fundamentada de forma lógico-discursiva.

Um esclarecimento adicional se faz necessário em relação à gramática. O texto ainda não está adequado à nova convenção da língua portuguesa, à exceção do termo “autorregulação”, e a outras palavras cujos acentos referenciais foram extintos da nossa gramática, que já estão devidamente adaptados.

CAPÍTULO 1 - A ATUAL ESTRUTURA DA AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE BOLSA

A atual estrutura da autorregulação do mercado de bolsa¹⁶ está disciplinada pela Instrução nº 461/07¹⁷ emitida pela CVM em 23 de outubro de 2007¹⁸, que dispõe, dentre outros assuntos, sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores.

A Instrução, seguindo um modelo de dirigismo estatal, determina a estrutura mínima de governança da entidade administradora do mercado de bolsa, além de outros requisitos, para que esta seja autorizada a funcionar.

A estrutura de autorregulação¹⁹ é um dos requisitos para o funcionamento da entidade administradora do mercado de bolsa, a qual “deve manter o equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados”²⁰.

O objetivo da ICVM 461/07 é obrigar a entidade administradora de mercado de bolsa a internalizar em sua organização uma estrutura de autorregulação que funcione autônoma e independentemente de sua estrutura “comercial”, de forma a tratar o clássico conflito aparente entre o interesse individualista de obtenção de lucros e o interesse público de manutenção da integridade do mercado²¹.

Conforme o Edital de Audiência Pública nº 06/2007 que submeteu à audiência pública a minuta da ICVM 461/07:

¹⁶ O conceito e a estrutura contemporânea da autorregulação de mercado de bolsa é resultado de uma complexa evolução histórica do mercado de bolsa que será analisada mais adiante no curso do trabalho. A fim de viabilizar a exposição direta das questões centrais da presente tese, propomos partir da estrutura atual, deixando a análise de suas “raízes históricas” para uma segunda etapa.

¹⁷ O enquadramento no ordenamento jurídico das Instruções emitidas pela CVM, bem como das regras emitidas pela entidade autorreguladora será tratado no segundo capítulo.

¹⁸ Alguns meses após a desmutualização da BOVESPA, ocorrida em 27 de agosto de 2007 e alguns dias antes da desmutualização da BM&F ocorrida em novembro de 2007.

¹⁹ Prevista no Capítulo IV da ICVM 461/07.

²⁰ Artigo 14 da ICVM 461/07.

²¹ Durante muitos anos as principais bolsas brasileiras, BOVESPA e BM&F eram constituídas como associações civis sem finalidade lucrativa. Nesse sentido, este conflito não era tão aparente antes das bolsas se transformarem em companhias abertas. Apesar disso, mesmo não tendo finalidade lucrativa, o negócio bursátil sempre foi rentável. Os lucros, que não podiam ser distribuídos diretamente aos associados, eram revertidos para a melhoria dos sistemas de negociação, liquidação e custódia e, também, para a melhoria dos sistemas tecnológicos utilizados pelos intermediários (associados) que, portanto, indiretamente se beneficiavam dos resultados financeiros da bolsa.

a separação entre as áreas administrativas, em contato constante com as pressões – seja dos interesses comerciais de uma Entidade Administradora desmutualizada ou dos membros supervisionados nas associações – e as áreas de autorregulação, encarregadas da fiscalização dos mercados constituídos pela Entidade Administradora, foi um dos objetivos buscados pela minuta. Cabe notar que essa segregação é unidirecional, ou seja, busca evitar a intervenção da administração na autorregulação. Sob a ótica da autorregulação a idéia é justamente oposta a essa, não devendo haver qualquer tipo de segregação ou de dificuldade de obtenção de informações detidas pelos órgãos de administração. Assim, deve-se assegurar ao Departamento de Autorregulação acesso amplo a registros e outros documentos relacionados às atividades operacionais dos mercados que lhe incumba fiscalizar, da entidade de compensação e liquidação que preste esses serviços para os mercados, se for o caso, e das pessoas autorizadas a operar, contando, para tanto, com o dever de cooperação do Diretor Geral e mantendo à disposição da CVM e do Banco Central do Brasil, se for o caso, os relatórios de auditoria realizados, respeitadas ainda as disposições constantes da minuta.

O conflito de interesses sempre foi tema presente na análise da estrutura da autorregulação do mercado de bolsa. Mesmo antes da desmutualização das bolsas de valores, o conflito de interesses era evidente, mas de outra natureza. Não se tratava do conflito entre finalidade lucrativa e interesse público de manutenção da integridade do mercado, uma vez que as entidades administradoras, anteriormente à desmutualização, eram constituídas como associações civis sem finalidade lucrativa²². Nesse sentido, o conflito existente nas bolsas mutualizadas se estabelecia na medida em que eram os próprios intermediários, associados mutuamente, que detinham o poder decisório sobre a criação de regras, a supervisão, a fiscalização e a aplicação de penalidades relativas às suas próprias atividades. Em outras palavras, eram os próprios intermediários, muitos dos quais tinham assento no Conselho de Administração das bolsas, que decidiam como se daria a supervisão e fiscalização de suas próprias atividades, bem como a punição de seus pares nos casos de eventual infração às regras de mercado. Tratava-se, portanto, de um conflito existente em razão da identidade física entre regulador e regulado, ou supervisor e supervisionado, o qual foi superado em razão do processo de desmutualização, mediante o qual se desvinculou o acesso ao sistema de negociação da propriedade de parte do capital da bolsa.

²² Apesar de que no Brasil as bolsas de valores, antes de agosto de 2007, eram mutualizadas e constituídas sob a forma de associação civil sem fins lucrativos, a Resolução CMN nº 2690/00 – que dispunha sobre a constituição e funcionamento das bolsas de valores – já previa a possibilidade das bolsas se constituírem como sociedade anônima.

Com a desmutualização, entretanto, surge um novo conflito qualificado pela eventual incompatibilidade entre uma administração comprometida com a geração de lucro, para criar valor ao acionista e uma administração comprometida com a integridade do mercado.

Conforme relatado por Lorena Dutra (2008, 21):

as mudanças ocorridas nas formas de organização das bolsas mereceram intenso debate no exterior, tanto no meio acadêmico quanto empresarial, em especial em face do relevante papel desempenhado por tais entidades enquanto autorreguladoras. Em sua primeira análise sobre a matéria, a International Organization of Securities Commissions (IOSCO) registrou que a questão fundamental em matéria de regulação é saber se essas mudanças vão comprometer a destinação de recursos e a capacidade de uma bolsa de atender a suas responsabilidades de regulação e de interesse público, de forma apropriada. Nessa medida, a questão central seria administrar os possíveis conflitos de interesses entre os objetivos comerciais das bolsas (agora com finalidade lucrativa) e suas obrigações enquanto autorreguladoras.

Em razão disso, em linha com os melhores padrões internacionais de regulação e autorregulação do mercado de bolsa, a norma brasileira estabelece uma separação estrutural entre as atividades de administração e de autorregulação do mercado de bolsa.

A separação, entretanto, não é absoluta, até porque muitas atividades servem às duas esferas, de administração e de autorregulação, tal como, por exemplo, a admissão, suspensão ou exclusão de negociação de valores mobiliários, a criação de regras de funcionamento do mercado, a admissão de novos participantes (pessoas autorizadas a operar), a adoção de procedimentos especiais para a execução de negócios que envolvam volume ou cotação acima da média normal e o cancelamento de operações irregulares ainda não liquidadas.

Conforme disposto no artigo 19 da ICVM 461/07, a entidade administradora de mercado de bolsa deve contar necessariamente com os seguintes órgãos: Conselho de Administração, com Comitê de Auditoria; Diretor-Geral; Conselho de Auto-Regulação; Departamento de Auto-Regulação; e Diretor do Departamento de Auto-Regulação, sendo que nos termos do parágrafo segundo deste artigo, as atividades de autorregulação competem exclusivamente aos três últimos órgãos, integrantes da estrutura de autorregulação, “vedada a atribuição de funções de fiscalização e supervisão ao Conselho de Administração e ao Diretor-Geral”.

Verifica-se, portanto, que a Instrução trabalha com os conceitos de autorregulação, fiscalização e supervisão, dando a entender que a fiscalização e a supervisão são espécies do “gênero” autorregulação.

A fiscalização e a supervisão são termos sinônimos. Na prática, porém, a fiscalização é entendida como sinônimo de inspeção em campo, ou seja, refere-se às inspeções, ou auditorias, que são realizadas nas pessoas autorizadas a operar²³ para verificar se estas estão cumprindo com as normas de mercado. Já a supervisão se refere ao acompanhamento das operações cursadas no mercado de bolsa²⁴.

Classicamente, as funções da autorregulação do mercado de bolsa são: a criação de regras, a supervisão das operações, a fiscalização do cumprimento das regras, e a aplicação de penalidades para os infratores. Nos termos da ICVM 461/07, a competência para o exercício das três últimas funções da autorregulação (supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades) foram atribuídas à estrutura de autorregulação. Já a criação das regras de funcionamento de mercado foram atribuídas à estrutura de administração do mercado²⁵.

1.1. Criação das regras de mercado pela entidade administradora do mercado de bolsa

O artigo 15 da ICVM 461/07 estabelece que cabe à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados. Essas regras devem ser aprovadas pelo Conselho de Administração da entidade administradora²⁶ e, para produzirem efeitos, devem ser homologadas pela CVM²⁷.

Um dos possíveis motivos que ensejaram a opção normativa de não atribuir à estrutura de autorregulação a competência de criar as regras de mercado - que é uma das principais funções da autorregulação - pode ser o fato de que o estabelecimento das regras de mercado é intrínseco à administração do mercado de bolsa, sendo sensivelmente dependente da

²³ O conceito de pessoa autorizada a operar está tratado nos artigos 11 e 51 a 53 da ICVM 461/07. (artigo 11 “considera-se pessoa autorizada a operar, 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.”)

²⁴ Apesar disso, o artigo 43, I, da ICVM 461/07 utiliza a expressão “fiscalizar as operações”.

²⁵ Considerando que a criação das regras da entidade administradora não cabem à estrutura de autorregulação, a interpretação da disposição do § 2º do artigo 19 da ICVM 461/07 segundo o qual “as atividades de autorregulação” competem exclusivamente à estrutura de autorregulação, deve ser no sentido de que “as atividades de supervisão e fiscalização” competem exclusivamente à estrutura de autorregulação.

²⁶ Artigo 24, I da ICVM 461/07.

²⁷ Conforme disposto no parágrafo único do artigo 15 da ICVM 461/07, “a CVM poderá recusar a aprovação das regras ou exigir alterações, sempre que as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, ou contrárias a disposição legal ou regulamentar (...)”

estratégia da empresa, dos recursos tecnológicos adotados, dos produtos financeiros admitidos à negociação, enfim, da alocação eficiente dos recursos da entidade administradora para gerar retorno a seus acionistas. Nesse sentido, não seria recomendável alocar essa competência em uma estrutura que está comprometida, exclusivamente, com a integridade do mercado.

Um outro motivo possível é o fato de que as principais regras que garantem a integridade do mercado – que é um dos objetivos principais da autorregulação - estão positivadas nas Instruções da CVM, sendo que, neste aspecto, as regras de organização e funcionamento da entidade administradora do mercado de bolsa somente conferem maior concretude a tais normativos, não podendo, porém, serem contrárias ou contraditórias a tais determinações.

Há, ainda, dentre muitos outros possíveis motivos aqui não previstos, um argumento prático que talvez seja ainda mais relevante que os dois primeiros, que é o fato de que as regras criadas pela entidade administradora só produzem efeitos se aprovadas pela CVM. Nesse sentido, o órgão regulador tem maior controle sobre essa atividade. Um controle *a priori* que não ocorre com as outras funções da autorregulação (supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades).

De qualquer forma, as regras da entidade administradora de mercado de bolsa, caso sejam aprovadas pela CVM, não poderão ser desconsideradas pela estrutura de autorregulação. E, nesse sentido, podem ocorrer algumas situações conflituosas, como, por exemplo, na hipótese em que a estrutura de autorregulação, mediante os julgamentos de processos administrativos, esteja sinalizando determinado padrão de conduta a ser observado pelos participantes do mercado o qual, entretanto, venha a se tornar incompatível com uma regra posteriormente criada pela entidade administradora e aprovada pela CVM.

Considerando a independência entre o Conselho de Autorregulação e o Conselho de Administração da entidade administradora do mercado de bolsa e o fato de que a CVM não é órgão revisor das decisões tomadas pelo Conselho de Autorregulação em processos administrativos tramitados na esfera de autorregulação, a hipótese supramencionada é perfeitamente possível de ocorrer apesar de ser pouco provável. Isto porque, dificilmente, a entidade administradora elaboraria uma regra que fosse incompatível com os padrões de conduta sinalizados nas decisões de sua estrutura de autorregulação. Essa dificuldade se

deve ao fato de que as atividades desempenhadas pela estrutura de autorregulação são essenciais para manter a integridade do mercado que, por sua vez, é essencial para credibilidade (e, portanto, valor) da entidade administradora do mercado de bolsa, não sendo de seu interesse, portanto, criar regras incompatíveis com os padrões de conduta sinalizados por sua estrutura de autorregulação.

Espera-se, com isso, que a própria entidade administradora de mercado, consciente da importância da atividade de autorregulação, adote mecanismos de governança interna para evitar sinais adversos intertemporais entre as regras criadas por seu Conselho de Administração e as decisões de seu Conselho de Autorregulação. Uma possível solução seria a participação da estrutura de autorregulação no processo de elaboração das regras que sejam sensíveis à atividade de supervisão e fiscalização do mercado de bolsa, em especial, aquelas que possam ser relacionadas com as atividades de supervisão e fiscalização e com casos concretos objeto de processos administrativos julgados, ou em vias de serem julgados, pelo Conselho de Autorregulação.

Esse entendimento parece estar em linha com a própria visão institucional da CVM sobre a estrutura de autorregulação do mercado de bolsa, conforme consta no Edital de Audiência Pública nº 6/2007²⁸ que submeteu à audiência pública as normas que viriam a ser estabelecidas na ICVM 461/07:

a separação da administração e da autorregulação deve ser buscada com temperamentos, para evitar que a independência das estruturas de autorregulação leve à sua dissociação dos objetivos estratégicos da entidade administradora, comprometendo, no limite o funcionamento eficiente do mercado, que é o objetivo maior a preservar. É necessário reconhecer, por um lado, que o Conselho de Administração, em que pesem as pressões comerciais às quais está sujeito, tem interesse no funcionamento equilibrado e eficiente da autorregulação, na medida em que ele impacta positivamente o valor do negócio.

²⁸ Ainda tratando sobre os estímulos regulatórios para que os administradores da entidade administradora do mercado de bolsa se comprometa com a efetividade da autorregulação, a CVM se manifesta no referido Edital de Audiência Pública da seguinte forma: “A CVM deposita grande esperança em que o processo de desmutualização possa contribuir decisivamente para o incremento das atividades de autorregulação. Muito se debate sobre o suposto agravamento do conflito de interesses sobre as atividades de uma bolsa que vise o lucro e as atividades de autorregulação dessa mesma bolsa. A CVM acredita que uma regulação que imponha a independência, o financiamento adequado e a atuação efetiva da autorregulação, aliada aos riscos impostos ao mercado no caso de falhas de autorregulação (inclusive, no extremo, de cassação da autorização para funcionar), constituem incentivos adequados para que os administradores de mercados e sócios das sociedades que explorem esses mercados atuem de maneira adequada no exercício de suas funções autorreguladoras, sempre sob a supervisão atenta do órgão regulador”.

Diferentemente da competência para criação de regras do mercado de bolsa, as outras funções da autorregulação – supervisão, fiscalização e aplicação de penalidades – foram taxativamente atribuídas à estrutura de autorregulação. Esta competência está claramente delineada nos artigos 36²⁹ e 42³⁰ da ICVM 461/07.

1.2. Supervisão de mercado

A atividade de supervisão das operações realizadas nos sistemas de negociação administrados pela bolsa tem como objetivo verificar se as operações estão sendo realizadas conforme as regras de mercado e “identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado³¹”.

A organização e dinâmica da atividade de supervisão é fortemente determinada pela evolução tecnológica. Nos primórdios do “pregão viva voz” a supervisão era realizada por fiscais da bolsa que circulavam no pregão verificando o comportamento dos operadores, sendo que as análises das operações eram realizadas “física e manualmente”, mediante a verificação, um a um, dos boletos das operações realizadas no pregão, que somente em 1970 foram substituídos por cartões perfurados que passaram a permitir o registro eletrônico das

²⁹ “Art. 36. O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.

§1º O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação também serão encarregados de fiscalizar e supervisionar o cumprimento, por parte da entidade administradora, do acompanhamento das obrigações dos emissores de valores mobiliários, quando houver.

§2º Caberá ao Departamento de Auto-Regulação, ao Diretor do Departamento de Auto-Regulação e ao Conselho de Auto-Regulação, conforme previsto nesta Instrução, no estatuto social e em seus regulamentos, monitorar, de ofício ou por comunicação do Diretor Geral ou de terceiros, o cumprimento das regras de funcionamento do mercado e da entidade administradora, bem como impor as penalidades decorrentes da violação das normas que lhes incumba fiscalizar.

³⁰ Art. 42. A entidade administradora deve manter um Departamento de Auto-Regulação com a função de exercer primariamente, observada a competência do Conselho de Auto-Regulação (art. 46), a fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade e das pessoas ali autorizadas a operar.

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.

³¹ Conforme disposto no artigo 42, parágrafo único e artigo 43 , I, da ICVM 461/07.

transações³². Atualmente, graças à evolução tecnológica e à “eletronificação” dos sistemas de negociação, a supervisão é realizada com base em sistemas eletrônicos parametrizados que identificam, automaticamente, operações com volume ou cotação anormais, investidores com índice de ganhos acima da média, operações com mesmo comitente, enfim, operações que apresentem alguma característica suspeita que possa configurar infração às regras de mercado.

Na prática, os próprios sistemas de negociação são construídos com parâmetros que cumprem, automaticamente, com algumas funções relacionadas à autorregulação do mercado, tais como o cancelamento de ofertas de compra ou de venda que não estejam adequadas aos parâmetros de negociação; o cancelamento automático de operações que envolvam quantidades ou preços anormais, cujas ofertas são automaticamente submetidas a procedimentos especiais para sua negociação; o disparo de procedimentos especiais (leilões especiais) para a negociação de ativos pouco líquidos, ou que apresentem alta volatilidade, ou ainda, para ativos em relação aos quais fora divulgado algum fato ou ato relevante ou notícia sobre distribuição de proventos que influencie na cotação, além de outros comandos automáticos do sistema, que são administrados por profissionais da própria entidade administradora do mercado e que têm como objetivo permitir que o preço dos valores mobiliários seja fixado da forma mais justa e transparente possível.

A parametrização dos sistemas de negociação e os comandos que interferem no pregão eletrônico, em especial os referidos procedimentos especiais (muitos dos quais estabelecidos por força do disposto na ICVM 168/91³³), cumprem um importante papel para a autorregulação preventiva e “em tempo real” do mercado, evitando a execução de operações que pervertam a lógica da formação dos preços como resultado do equilíbrio entre as forças de oferta e demanda dos diversos investidores. Com efeito, o objetivo dos referidos procedimentos especiais é dar maior transparência ao mercado sobre a negociação de apreensões envolvendo quantidade e preço destoantes da média de mercado, permitindo a interferência de outros participantes, em sistema de leilão com tempo determinado de

³² História da BM&FBOVESPA, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/quem-somos/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em: 18/12/2009.

³³ Conforme artigo 1º da ICVM 168/91: “as Bolsas de Valores deverão adotar procedimentos especiais de negociação para as operações que representem: I - quantidade de ações ou direitos sensivelmente superior à média diária negociada nos últimos pregões, ou qualquer bloco substancial, mesmo que a negociação não envolva transferência de controle; II - preço sensivelmente superior ou inferior à média dos últimos pregões”. Disposição similar está estabelecida no artigo 74, inciso IV, da ICVM 461/07.

duração. Com isso, a demanda que poderá ser atraída pela sinalização do procedimento especial poderá fazer com que o preço e os lotes de cada operação, resultado do leilão, adiram às condições normais de negociação.

O conjunto desses procedimentos especiais e comandos que interferem nas ofertas e operações inseridas nos sistemas de negociação constituem o que poderíamos chamar de acompanhamento “em tempo real”³⁴ ou supervisão preventiva “on line” de mercado que é realizada pelos profissionais da própria entidade administradora do mercado de bolsa³⁵. Essa supervisão é extremamente dinâmica e as decisões devem ser tomadas em curtíssimo espaço de tempo durante o curso do pregão, agindo preventiva e prontamente com o auxílio dos automatismos e parâmetros do sistema de negociação. O objetivo da supervisão “on line” é viabilizar a justa e transparente formação de preços dos valores mobiliários negociados no sistema, não havendo, nesse âmbito, a preocupação com a análise detalhada de indícios de infrações ou operações fraudulentas. Essa atividade, contudo, não é suficiente para barrar todas as operações fraudulentas, as quais geralmente são arquitetadas de forma a escapar dos filtros e parâmetros preventivos do sistema de negociação. As operações, entretanto, passarão por mais uma série de análises desempenhadas pela estrutura de autorregulação.

A supervisão “on line” difere, portanto, da supervisão realizada pela estrutura de autorregulação, cujo objetivo é o de, justamente, supervisionar “as operações realizadas nos mercados administrados pela entidade, com o intuito de detectar eventuais descumprimentos

³⁴ Conforme disposto no artigo 28, inciso III, da ICVM 461/07: “incumbe ao Diretor-Geral: promover, sem prejuízo das atividades realizadas pelo Departamento de Autorregulação, o acompanhamento em tempo real e a fiscalização das operações realizadas nos mercados que administre”.

³⁵ Sobre a supervisão “on line”, o Edital de Audiência Pública nº 06/2007 que submeteu à audiência pública a minuta da ICVM 461/07, mencionava que: “manteve-se aqui sob autoridade do Diretor Geral [da entidade administradora do mercado de bolsa], um conjunto de medidas de fiscalização e supervisão que precisam ser tomadas quase que instantaneamente, como resultado do acompanhamento de mercado em tempo real (“*stock watch*”), tais como: a suspensão ou exclusão de valores mobiliários da negociação; o cancelamento de negócios ou a suspensão de sua liquidação quando se estiver diante de situações que possam configurar violação às normas legais; a suspensão provisória das atividades de pessoa autorizada a operar (...) impedir a realização de certas operações em seus ambientes de negociação quando existirem indícios de que possam configurar infrações às normas legais e regulamentares. Reconhece-se aqui que o tipo de fiscalização deixado a cargo das estruturas de autorregulação das Entidades Administradoras não terá a agilidade necessária para a adoção de medidas urgentes, que precisem ser imediatamente tomadas diante de situações de evidente violação às normas legais. Nesses casos, admite-se a adoção de medidas disciplinares, que prescindam, no primeiro momento, do procedimento investigativo e disciplinar normais instituídos pelos órgãos de autorregulação. Estes órgãos, entretanto, devem ser informados pelo Diretor Geral das medidas disciplinares que este vier a adotar, bem como de qualquer fato de que este venha a ter conhecimento e que possa constituir infração às normas legais”

que possam configurar infrações às normas legais e regulamentares³⁶”. Essa supervisão realizada pela estrutura de autorregulação pode ser denominada de supervisão “pós-trade”, uma vez que esta não interfere diretamente nas ofertas e operações realizadas no sistema de negociação. Trata-se, nesse sentido, de uma segunda etapa de supervisão, na qual as análises são mais detalhadas e aprofundadas.

Conforme disposto no artigo 36 da ICVM 461/07, a estrutura de autorregulação deve supervisionar “as atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora”, o que significa dizer que a estrutura de autorregulação deve supervisionar a supervisão “on line” realizada pela entidade administradora, bem como todas as atividades relacionadas à organização do mercado, como, por exemplo, as atividades relacionadas à negociação, à compensação e liquidação das operações, à custódia dos valores mobiliários, e ao cadastro dos investidores.

Para tanto, é necessário que a estrutura de autorregulação tenha acesso a todas as informações do sistema de negociação, incluindo as informações sobre as atividades desempenhadas pela supervisão “on line” (procedimentos especiais adotados e as ofertas e operações canceladas), bem como às informações dos sistemas de compensação e liquidação, custódia, e cadastro de investidores³⁷.

As atividades de supervisão da estrutura de autorregulação, conforme anteriormente comentado, também é fortemente auxiliada por *softwares* avançados que “varrem” todas as operações realizadas no sistema de negociação identificando aquelas que, segundo os parâmetros inseridos no sistema pelos *experts* de mercado (tais como, concentração de contra-partes nas pontas vendedoras ou compradoras das operações, quantidade de ativos, preço, volume, ganhos em operações *day-trade*, operações que sofreram reespecificações, etc), possam apresentar indícios de infração às regras de mercado. Com base na expertise dos profissionais que compõem a estrutura de autorregulação, os parâmetros inseridos no

³⁶ Conforme disposto no artigo 43, inciso I, da ICVM 461/07.

³⁷ Conforme disposto no artigo 37, inciso III, da ICVM 461/07: “o Departamento de Autorregulação e o Conselho de Autorregulação devem: (...) III – possuir amplo acesso a registros e outros documentos relacionados às atividades operacionais dos mercados que lhes incumba fiscalizar, da entidade de compensação e liquidação que preste esses serviços para os mercados, se for o caso, e das pessoas autorizadas a operar, contando, para tanto, com o dever de cooperação do Diretor Geral e mantendo à disposição da CVM e do Banco Central do Brasil, se for o caso, os relatórios de auditoria realizados”.

sistema de supervisão são arquitetados para a identificação das infrações típicas³⁸ que comprometem a integridade e o regular funcionamento do mercado, como, por exemplo, a manipulação de preços, práticas não equitativas, condições artificiais de oferta e demanda, utilização de informação privilegiada (*insider trading*), operações fraudulentas, *front running* e suspeitas de lavagem de dinheiro.

A partir da identificação de operações suspeitas, iniciam-se análises mais aprofundadas, consultando-se as bases de dados provenientes do sistema de negociação, cadastro, custódia e liquidação. Assim, em poucos minutos, é possível identificar os detalhes da operação suspeita, seus titulares, forma de envio da ordem, horário das ofertas, intermediários envolvidos, forma de liquidação, enfim, toda a trilha da operação desde a abertura do cadastro do investidor, o seu perfil operacional, e todos os elementos e características da operação suspeita. Caso necessário, também são solicitadas informações e documentos aos intermediários³⁹, que mantêm o relacionamento direto com os investidores envolvidos nas operações, como por exemplo, gravações de conversas telefônicas, extrato da conta corrente do investidor perante a corretora, contrato para intermediação de negócios em bolsa, *logs* de acesso do investidor aos sistemas eletrônicos da corretora, dentre outros documentos e informações que possam auxiliar na formação do juízo sobre a eventual ilicitude da operação.

³⁸ As infrações típicas mais relevantes que comprometem a integridade do mercado estão conceituadas na ICVM 8/79, segundo a qual “é vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a 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. 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 ardis 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.”

³⁹ Conforme disposto no artigo 43, § 3º da ICVM 461/07: “o Departamento de Autorregulação pode, no exercício de suas atividades, exigir das pessoas autorizadas a operar e da própria entidade administradora do mercado todas as informações, ainda que sigilosas, necessárias ao exercício de sua competência”. E o artigo 52, II, da mesma instrução dispõe que: “as pessoas autorizadas a operar, em nome próprio ou de terceiros, em mercado organizado devem prestar todas as informações, conforme requerido pelos órgãos de administração e de fiscalização e supervisão da entidade administradora”.

A atividade de supervisão da estrutura de autorregulação atua tanto sob as operações e ofertas que tenham caído nos filtros do acompanhamento “em tempo real”, buscando identificar os investidores envolvidos e tipificar as condutas que as ensejaram, como também sobre, todas as operações que tenham escapado dos filtros automáticos do sistema e da atenção dos profissionais envolvidos naquela atividade.

Nesse sentido, percebe-se que a supervisão “on line” e a supervisão “pós-trade” são complementares e se comunicam durante o curso do pregão, podendo ocorrer a hipótese de que uma operação ou oferta que tenha escapado ao filtro do sistema de negociação seja identificada pela estrutura de autorregulação que poderá acionar o departamento responsável pela supervisão “on line” em tempo de ser tomada alguma medida preventiva como o cancelamento da operação ou da oferta ou o acionamento de um procedimento especial de negociação.

A atividade de supervisão, portanto, quando não resulta em uma ação imediata por parte do acompanhamento em “tempo real”, como por exemplo, o cancelamento da operação, ou o acionamento dos procedimentos especiais de leilão para operações com grandes lotes e cotações anormais, gera relatórios que poderão respaldar futuros processos administrativos disciplinares no âmbito da própria estrutura de autorregulação, ou comunicações aos órgãos reguladores, nos casos em que a ocorrência identificada extrapole as competências da estrutura de autorregulação.

Verifica-se, portanto, que a atividade de supervisão de mercado no âmbito da estrutura de autorregulação e a supervisão “on line” realizada pela entidade administradora são importantes instrumentos que visam concretizar as premissas teóricas neoclássicas sobre a justa formação de preço decorrente do equilíbrio entre oferta e demanda, identificando as operações que visem perverter o funcionamento regular do mercado, as quais deverão ser punidas pelos órgãos competentes.

Além disso, o resultado das atividades de supervisão, consubstanciados nos relatórios⁴⁰ a serem enviados à CVM, ao Conselho de Autorregulação e ao Conselho de Administração da entidade administradora do mercado de bolsa, constitui importante indicador dos níveis de padrão de conduta dos intermediários envolvidos nas operações suspeitas, bem como da própria “blindagem” do sistema de negociação contra operações que

⁴⁰ Conforme artigo 44, inciso II, alínea “a”, da ICVM 461/07

visam perverter o regular funcionamento do mercado, podendo motivar, não só a instauração de processos administrativos disciplinares no âmbito da estrutura de autorregulação, como também, iniciativas no âmbito da entidade administradora para aprimorar suas regras de mercado (regras de conduta e organização) e os seus sistemas tecnológicos de negociação, a fim de evitar a repetição das condutas maléficas que tenham sido apuradas pelas atividades de supervisão.

1.3. A auto-listagem

Outra importante atribuição da estrutura de autorregulação é a fiscalização da denominada auto-listagem⁴¹, que significa a situação em que o mercado de bolsa admite à negociação valores mobiliários de emissão da respectiva entidade administradora.

A questão da auto-listagem é sensível em razão da situação conflituosa existente entre o papel da entidade administradora como responsável por exigir o cumprimento dos requisitos de admissão à negociação, bem como as informações periódicas, a publicação de fatos e atos relevantes e demais informações relativas aos valores mobiliários negociados no mercado de bolsa por ela administrado e o papel da entidade administradora como companhia aberta sujeita a essas regras. O conflito aparente e flagrante corresponde à previsibilidade de um possível relaxamento da entidade administradora na cobrança do

⁴¹ Auto-listagem é tratada no artigo 58 da ICVM 461/07. Conforme disposto no Edital de Audiência Pública nº 06/2007 que submeteu à audiência pública a minuta da ICVM 461/07: “A maior parte das jurisdições pretendeu tratar os conflitos que surgem na auto-listagem com a imposição de arranjos especiais de supervisão, incidentes durante o processo de listagem das ações, na fiscalização dos deveres de prestação periódica de informação e no monitoramento dos negócios com valores mobiliários de emissão da Entidade Administradora. Esses arranjos vão desde o afastamento completo da autoridade da bolsa, concentrando-se os poderes da fiscalização inteiramente no órgão regulador, passando pela exigência de um comitê especial na Entidade Administradora, voltado a monitorar a ocorrência de eventuais conflitos e cujas recomendações são enviadas ao órgão regulador e chegando até mesmo à determinação de que se proceda a uma segunda listagem, fora do mercado gerido pela Entidade Administradora. Não há aqui, um modelo predominante. A abordagem da minuta foi a de concentrar no Departamento de Autorregulação a responsabilidade pela condução do processo de listagem dos valores mobiliários de emissão da Entidade, cabendo-lhe atestar e monitorar continuamente a observância dos requisitos previstos nas regras gerais que estabelecer para os demais emissores. O Departamento de Autorregulação deve também fiscalizar as operações realizadas com valores mobiliários de emissão da Entidade Administradora, com atenção à observância das restrições e limites à sua negociação estabelecidos em normas estatutárias, legais e contratuais, vedando-se a fiscalização por amostragem. Finalmente, qualquer irregularidade na admissão dos valores mobiliários da Entidade Administradora, no atendimento às condições para a manutenção do registro desses valores ou nas operações com eles realizadas, deverá ser comunicada à CVM imediatamente.”

cumprimento de suas próprias obrigações como companhia aberta o que não se verificaria em relação aos demais emissores.

Além desse conflito aparente, outras práticas irregulares previstas em razão da autolistingagem correspondem a uma possível redução da fiscalização de eventual manipulação de preço ou criação de condições artificiais de oferta e demanda em relação aos valores mobiliários de emissão da entidade administradora; a um possível abuso ou perversão nas atividades de administração do sistema de negociação com o objetivo de evitar operações que possam ter impacto negativo no valor dos valores mobiliários de sua emissão, e a um relaxamento na supervisão de operações realizadas por prepostos, funcionários e administradores da própria entidade administradora em especial nos períodos em que a negociação esteja vedada.

Nesse sentido, e de acordo com os modelos internacionais adotados para o tratamento desses conflitos existentes em todas as estruturas de bolsas estruturadas como companhia com capital aberto e valores mobiliários listados em seus próprios mercados, é atribuída à estrutura de autorregulação a função de “atestar que a admissão à negociação dos valores mobiliários de emissão da entidade está em conformidade com os requisitos previstos nas regras gerais que estabelecer para os demais emissores, bem como monitorar continuamente esta conformidade e confirmá-la no relatório [mensal expedido para a CVM]⁴²”.

Além disso, cabe à estrutura de autorregulação “fiscalizar as operações realizadas com valores mobiliários de emissão da própria entidade administradora, com atenção à observância das restrições e limites à sua negociação estabelecidos em normas estatutárias, legais e contratuais, vedada a fiscalização por amostragem⁴³”.

A vedação da fiscalização por amostragem não significa a necessidade de se analisar, uma a uma, as operações realizadas com valores mobiliários de emissão da entidade administradora o que seria inviável, considerando que, em média, são realizados aproximadamente dois mil negócios por dia envolvendo ações da BVMF.

Na prática, a fiscalização é realizada pelo sistema eletrônico de supervisão que, uma vez parametrizado de forma a identificar infrações às regras de vedação à operação, bem

⁴² Artigo 58, § 1º da ICVM 461/07.

⁴³ Artigo 58, § 2º da ICVM 461/07.

como o atingimento de posições por investidores individuais (ou grupos de acionistas representando o mesmo interesse), próximas aos limites previstos nas normas legais⁴⁴ e estatutárias, enviará aos analistas de mercado os alertas sobre eventuais infrações às regras de vedação bem como sobre o atingimento dos referidos limites.

O controle do atingimento dos limites de posição acionária é relevante uma vez que a BVMF é um exemplo de companhia sem controlador definido e de capital pulverizado entre diversos acionistas. Dessa forma, é possível que algum investidor, ou grupo de investidores representando o mesmo interesse, adquira em mercado quantidade de ações suficientes para garantir o controle da companhia. Para tratar essa situação, e evitar que surja, repentinamente, um novo controlador da entidade administradora do mercado de bolsa, o que poderia comprometer o controle da CVM sobre a entidade administradora e, na pior das hipóteses, a migração do centro de liquidez para outro país, é necessária a fiscalização preventiva do atingimento de posições próximas aos limites de participação e a transmissão das respectivas informações à CVM.

Essa preocupação da CVM foi externalizada no Edital de Audiência Pública n.º 6/2007, no qual foram apresentadas as seguintes considerações sobre os artigos da ICVM 461/07, referentes aos limites de participação no capital das bolsas:

em uma entidade mutualizada, os membros da entidade mantêm ao menos algum interesse comum na preservação do mercado, embora isso seja freqüentemente contraposto a um interesse – também comum – em reduzir a efetividade da atividade autorreguladora sobre seus membros. Ademais, eles próprios estão sujeitos, na maioria das vezes, à supervisão do órgão regulador. Com a desmutualização, abre-se a possibilidade de que o controle da entidade seja transferido, ou sofra influência, de acionistas sem qualquer vínculo com o mercado regulado capaz de com ele alinhar seus interesses estratégicos, ou mesmo com interesses claramente conflitantes, e, ademais, não submetidos à supervisão estatal. Em algumas jurisdições há ainda uma preocupação com a transferência de seus mercados para controle estrangeiro.

1.4. Fiscalização das pessoas autorizadas a operar

⁴⁴ Conforme previsto no artigo 33 da ICVM 461/07 “depende de autorização prévia da CVM, a aquisição, por pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, de participação direta ou indireta igual ou superior a 15% (quinze por cento) do patrimônio ou capital social com direito a voto de entidade administradora de mercado organizado”. Ainda segundo o artigo 34 da mesma Instrução, o limite de participação no capital da entidade administradora para pessoa autorizada a operar é de 10% (dez por cento).

Outra importante função da estrutura de autorregulação é a fiscalização das pessoas autorizadas a operar. Essa fiscalização envolve a realização de auditorias periódicas e específicas nas pessoas autorizadas a operar, a fim de verificar se estas estão cumprindo com as regras de mercado a que estão sujeitas.

Os intermediários que possuem contado direto com os investidores são “peças chave” (*gatekeepers*) para prevenir a ocorrência de operações fraudulentas, a lavagem de dinheiro e, também, para reduzir o risco sistêmico. São os intermediários que realizam os controles primários das operações realizadas pelos investidores.

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 se transformando 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 bolsa⁴⁵), 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. Isto porque, são os agentes de custódia que assumem as obrigações de fiéis depositários dos valores mobiliários e dos respectivos proventos de propriedade dos investidores. Nessa qualidade, os intermediários devem cumprir uma série de obrigações e adotar procedimentos que garantam a integridade dos seus sistemas de custódia, a correta segregação entre contas de seus clientes, a identificação dos titulares dos valores mobiliários custodiados, o controle de eventuais ônus reais constituídos sob os valores mobiliários (penhor, penhora) e os registros de todos os atos que importem a tradição, compra ou venda de valores mobiliários sob sua custódia.

Nesse sentido, as pessoas autorizadas a operar devem adotar uma série de controles durante todas as etapas do relacionamento com seus clientes (investidores), desde o contato inicial, o cadastro, a celebração do contrato para negociação em bolsa, o recebimento do numerário para pagamento das operações e das garantias devidas, o recebimento e execução

⁴⁵ Art. 13, inciso I, da ICVM 461/07.

de ordens, o envio de informações aos investidores, até o pagamento ao cliente do resultado das operações, ou a entrega dos valores mobiliários adquiridos.

O princípio que rege a relação entre intermediário e investidor é internacionalmente conhecido no mercado como *know your customer* e significa que o intermediário deve conhecer o investidor, beneficiário final das operações. As normas⁴⁶ estabelecem uma série de informações que o intermediário deve exigir do investidor, desde seus dados cadastrais básicos, como profissão, endereço, estado civil, até questões relacionadas ao seu “apetite ao risco”, situação patrimonial, renda mensal, vínculo com instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, dentre outras informações relevantes.

Os controles exigidos do intermediário para cumprimento desse princípio visam impedir, por um lado, a realização de operações fraudulentas e a utilização do mercado de bolsa para lavagem de dinheiro, e, por outro, que o intermediário ofereça ao investidor produtos financeiros inadequados ao seu grau de conhecimento e a sua situação patrimonial.

O cumprimento dessas e das demais regras de mercado pelos intermediários deve ser auditado pela estrutura de autorregulação que apontará em relatório específico o escopo da auditoria, os resultados obtidos, eventuais irregularidades identificadas e as providências adotadas⁴⁷. Referidos relatórios devem ser encaminhados para a CVM e também podem servir de base para processos administrativos disciplinadores instaurados no âmbito da estrutura de autorregulação.

A norma não estabelece a periodicidade nem a prioridade das auditorias a serem realizadas nos intermediários, que obedecerá a programação anual de trabalho da estrutura de autorregulação. É razoável presumir que a periodicidade e a prioridade serão definidas com base no risco representado por cada intermediário, em razão do volume operado, dos valores custodiados, do tipo de mercado em que atua, da quantidade e das características dos investidores atendidos (pessoas físicas, investidores qualificados, etc), da capilaridade de atendimento do intermediário, por meio de filiais, ou utilização de agentes autônomos, sendo relevantes, também nesse sentido, as informações sobre o nível dos padrões de conduta e os riscos operacionais dos intermediários, refletidos na maior ou menor

⁴⁶ As principais normas da CVM que tratam da relação entre intermediário e investidor são as ICVM 301/99 (relativa ao combate à lavagem de dinheiro) e 387/03 (trata sobre cadastro de investidores), as quais estão em processo de reformulação, conforme o Edital de Audiência Pública nº 4/09 da CVM.

⁴⁷ Conforme artigo 44, inciso II, alínea “b”, da ICVM 461/07.

quantidade de casos concretos de infração identificados nas atividades de supervisão de mercados.

Outro “termômetro” importante para medir o nível dos padrões de conduta e o risco operacional dos intermediários é a quantidade e o objeto de reclamações de investidores ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos⁴⁸ que é a atual denominação do antigo Fundo de Garantia previsto nas normas do CMN desde 1966 (Resolução CMN nº 39 de 20.10.1966).

O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos⁴⁹ tem a finalidade de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia. Sobre esse assunto apresentaremos maiores considerações no Capítulo 4, quando tratarmos dos critérios materiais para as decisões tomadas no âmbito da autorregulação. Por ora, basta-nos mencionar que a quantidade de reclamações a este mecanismo e os assuntos tratados nas reclamações constituem uma importante fonte de informação para a elaboração da programação de trabalho da entidade autorreguladora, e, em especial, para a definição da periodicidade e da relação dos intermediários que devem ser, prioritariamente, por ela auditados.

De qualquer forma, os indicadores parecem ser correlacionados, no sentido de que o plano de auditoria será estabelecido, num primeiro momento, dando-se prioridade aos riscos mensurados segundo os casos concretos de infração identificados nas atividades de supervisão e a quantidade e a natureza das reclamações de investidores, além das outras informações acima mencionadas. Após a realização das auditorias, identificadas as irregularidades e adotadas as providências necessárias para saná-las – seja voluntariamente pelo intermediário, seja coercivamente mediante a instauração de processo administrativo disciplinar – espera-se que a quantidade de casos concretos de infração e de reclamações de investidores diminua.

⁴⁸ A entidade administradora do mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, nos termos previstos nos artigos 77 a 91 da ICVM 461/07.

⁴⁹ O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos deve ser mantido pela entidade administradora do mercado de bolsa, mas não deve, necessariamente, integrar a sua estrutura de autorregulação. No caso da BM&FBOVESPA, o MRP, por questões organizacionais, é administrado pela sua estrutura de autorregulação - BSM.

A estrutura de autorregulação, portanto, está, assim, municiada de instrumentos e informações capazes de demonstrar a eficiência dos procedimentos e padrões de conduta adotados pelos intermediários para cumprimento das regras de mercado e para o bom atendimento aos investidores. Essas informações serão relevantes para a elaboração do programa de trabalho da estrutura de autorregulação (incluindo a periodicidade das auditorias).

Vale destacar que as auditorias realizadas pela estrutura de autorregulação não se confundem com as auditorias realizadas para fins de conferência de *rating* aos intermediários, tal como ocorre no Programa de Qualificação Operacional – “PQO” desenvolvido pela BM&FBOVESPA para “certificar a qualidade dos serviços prestados pelas corretoras, capacitando-as e fortalecendo as instituições como empresas e como indústria de intermediação⁵⁰”. Referido programa é apresentado em dois roteiros contendo requerimentos a serem cumpridos pelos intermediários; um roteiro básico que deve ser adotado por todos os intermediários e um roteiro específico com requerimentos peculiares a cada posicionamento estratégico, “selo”, almejado pelo intermediário (*web broker, retail broker, agro broker, carrying broker e execution broker*).

Apesar de contribuir para a melhoria dos padrões de conduta, da infra-estrutura e dos procedimentos operacionais dos intermediários, o PQO possui escopo comercial, a fim de verificar se os intermediários adotaram os requerimentos necessários para cada um dos posicionamentos, diferenciando-se, portanto, das auditorias realizadas pela estrutura de autorregulação que tem escopo de fiscalização, a fim de verificar se os intermediários estão cumprindo com as regras de mercado.

⁵⁰ Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/pqo/programa-de-qualificacao-operacional-pqo.aspx?idioma=pt-br> (acessado em 17/12/09). “A BM&FBOVESPA definiu cinco diferentes posicionamentos estratégicos a serem adotados pelas corretoras que desejam receber o selo de qualificação. São eles: *web broker*: corretoras que oferecem acesso direto ao mercado de mini-contratos do Segmento BM&F para pessoas físicas ou empresas não-financeiras; *retail broker*: é a corretora cujo foco de atividade seja o cliente pessoa física e/ou empresas não-financeiras. Em geral, tais instituições estruturam departamentos comerciais e de research, áreas de atendimento ao cliente, consultoria etc; *agro broker*: assemelha-se ao *retail* por conta da natureza tipicamente não-financeira do perfil de seus principais clientes, mas orienta seu foco para as operações com derivativos agropecuários; *carrying broker*: sua maior especialidade é custodiar e liquidar as posições de seus clientes, principalmente as repassadas por outras corretoras; *execution broker*: está fortemente voltada ao atendimento de grandes volumes de ordens vindas de clientes institucionais, como bancos e fundos de investimento. O recebimento, a execução e a confirmação de ordens são processos automatizados e muito rápidos. Assim, a corretora que estiver em conformidade com todos os requerimentos pertinentes a seu posicionamento de negócio, recebe o selo de certificação da BM&FBOVESPA.”

De qualquer forma, os relatórios de auditoria elaborados no âmbito de programas de qualificação, bem como os relatórios de auditorias independentes (eventualmente contratadas pelos próprios intermediários) podem servir como mais uma fonte de informação que indica a possível situação do intermediário em relação às melhores práticas comerciais, podendo ser levadas em consideração pela estrutura de autorregulação para a programação de suas atividades, ou, até mesmo, caso apontem irregularidades cometidas pelo intermediário em infração à regras de mercado, podem ensejar alguma medida de *enforcement* pela estrutura de autorregulação.

Conforme ressalta Villela Filho (2003, 155):

as sociedades corretoras [intermediários] estão sujeitas a uma tripla e permanente fiscalização no âmbito de suas respectivas competências: das Bolsas de Valores, no que concerne ao cumprimento das normas operacionais e às formalidades exigidas para atuação no pregão; da CVM, quanto ao cumprimento das normas e exigências exaradas de seus poderes normativos e de polícia; do Banco Central do Brasil no tocante à solvência das instituições e idoneidade de seus acionistas e administradores.

A fiscalização exercida pelo BACEN é prudencial e, portanto, distinta da fiscalização exercida pela CVM e pela estrutura de autorregulação que se refere à regulação de conduta.

De qualquer forma, em razão da dupla fiscalização a que estão sujeitos os intermediários (CVM e estrutura de autorregulação), podem surgir críticas sobre a eficiência do arranjo institucional que combina regulação com autorregulação e que duplica, em certa medida, a estrutura fiscalizatória, aumentando, nesse sentido, os custos de transação, que se refletirá nos custos de intermediação que, ao final, são pagos pelos investidores.

Sobre o assunto convém lembrar que a fiscalização da estrutura de autorregulação tem âmbito mais restrito do que a fiscalização exercida pela CVM, na medida em que este órgão regulador fiscaliza todas as atividades do intermediário, relacionadas ao mercado de valores mobiliários, enquanto que a fiscalização exercida pela estrutura de autorregulação se refere apenas ao mercado por ela autorregulado (no caso em análise, o mercado de bolsa) o que descartaria a hipótese de suficiência da estrutura de autorregulação para a fiscalização dos intermediários.

Por outro lado, os relatórios de auditoria fruto da fiscalização exercida pela estrutura de autorregulação constituem importante fonte de informação para a CVM, que poderá dispensar a realização de auditorias sobre pontos já verificados pela estrutura de

autorregulação, reduzindo, assim, os custos para o órgão regulador e evitando a dupla oneração fiscalizatória do intermediário. Isso a depender, obviamente, da suficiência e consistência dos resultados das auditorias realizadas no âmbito da autorregulação. Nesse sentido, considera-se que quanto mais eficiente for a fiscalização realizada pela estrutura de autorregulação, menor será a necessidade de auditorias realizadas pela CVM, que poderá concentrar esforços na fiscalização de condutas que representem maior risco, ou que não estejam sujeitas à estrutura de autorregulação.

1.5. Aplicação de penalidades e outras medidas de *enforcement*

O artigo 48 da ICVM 461/07 estabelece que “estão sujeitos às penalidades aplicadas pelo Diretor de Auto-Regulação ou pelo Conselho de Auto-Regulação, os integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar, assim como os administradores e prepostos das pessoas antes mencionadas”. O parágrafo único deste artigo estabelece, ainda, que “os emissores e seus administradores também estão sujeitos às penalidades de que trata o caput quando a atividade de acompanhamento das obrigações por eles assumidas perante a entidade administradora de mercado organizado for atribuída ao Departamento de Autorregulação”.

Nesse sentido, percebe-se que a competência da estrutura da autorregulação se estende até o nível de intermediação e de emissão, não alcançando os investidores⁵¹ que não se enquadram nas definições previstas no artigo 48 acima referido. Os investidores envolvidos em irregularidades serão processados e eventualmente punidos pela CVM, ou, caso se trate de ilícito penal, podem ser denunciados em ação penal pelo Ministério Público.

Em linhas gerais, os relatórios provenientes das atividades de supervisão apontam casos concretos de operações tipicamente irregulares, como, por exemplo, a manipulação de preços, as condições artificiais de oferta e demanda, *front-run*, práticas não equitativas, utilização de informação privilegiada, indícios de lavagem de dinheiro, dentre outras.

⁵¹ Conforme afirma Villela Filho (2003, 125): “com relação aos investidores, a BOVESPA, nos mercados a termos e de opções, dispõe de poderes de caráter operacional, sendo-lhe facultado: proibir que suas posições excedam determinados limites; determinar o encerramento de suas posições; ou proibir que operem nesses mercados. A Bolsa não pode punir investidores; só a CVM tem competência para tanto”.

Essas infrações, muitas das quais tipificadas como crime pela Lei 6.385/76, tem como principal agente o investidor, que não é alcançado pela estrutura de autorregulação, salvo se o investidor for o próprio intermediário, seu administrador ou preposto. Caberá à estrutura de autorregulação, portanto, verificar se nessas infrações os intermediários e seus administradores e prepostos atuaram como co-autores, partícipes ou facilitadores da infração, em razão de negligência e descumprimento de regras de mercado.

Isto porque, na prática, as infrações cometidas pelos investidores são mais ou menos facilitadas conforme os procedimentos operacionais e os controles adotados pelos intermediários. Quanto mais rígidos forem os controles adotados pelos intermediários em todas as etapas do relacionamento com os investidores, menor serão as chances de utilização do mercado de bolsa para a prática de condutas ilegais. Os intermediários funcionam, portanto, como *gatekeepers*, exercendo função relevante para “barrar” a ocorrência de infrações, evitando a realização de atos ilícitos por seus investidores e prepostos no mercado de bolsa.

As medidas de *enforcement* adotadas pela estrutura de autorregulação não têm como objetivo a punição em si, mas sim, a melhoria da estrutura de intermediação, a fim de que sejam evitadas as condutas ilícitas e o mercado possa funcionar de forma regular.

Nesse sentido, muitos dos processos administrativos disciplinares instaurados pela estrutura de autorregulação em face dos intermediários são concluídos mediante a celebração de um termo de compromisso⁵².

O conteúdo do termo de compromisso varia de acordo com a natureza da infração objeto do processo administrativo e não importa confissão de culpa pelo acusado quanto à matéria de fato, nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada⁵³.

⁵² Conforme se verifica na página da BSM na rede mundial de computadores (<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/ProcessosAdministrativos.asp>), a maioria dos processos administrativos concluídos no âmbito da estrutura de autorregulação da BM&FBOVESPA culminaram na celebração de termos de compromisso, nos quais os respectivos intermediários e prepostos envolvidos se comprometeram a certa contribuição pecuniária para o desenvolvimento do mercado de capitais. Há, também, um caso em que o intermediário se comprometeu, além da realização de contribuição pecuniária, a aperfeiçoar seus controles internos “para inibir as práticas que deram motivo à investigação”, por meio de uma proposta técnica a ser implementada e auditada num determinado prazo (processo nº 1/09) e outro em que o intermediário se comprometeu, dentre outras obrigações, a elaborar e adotar regras internas de precificação de ativos num caso envolvendo, dentre outras infrações, falhas nos controles internos do intermediário que permitiram a criação de condições artificiais de demanda na negociação de ativos pouco líquidos (processo nº 11/08).

Os conteúdos mais comuns dos termos de compromisso são obrigações relacionadas à melhoria dos controles internos do intermediário, a fim de evitar a repetição das ocorrências; a realização de alguma atividade em prol da melhoria dos padrões de intermediação no mercado; a indenização de eventuais prejudicados pelas condutas objeto do processo administrativo, ou a contribuição com certa quantia em dinheiro para ser utilizada no aperfeiçoamento da estrutura de autorregulação, o que está respaldado pelo disposto no artigo 49, § 2º, da ICVM 461/07, segundo o qual os recursos arrecadados com multas e termos de compromisso celebrados no âmbito da autorregulação devem ser revertidos, em sua totalidade, para as atividades de autorregulação, ou para a indenização de terceiros prejudicados.

A proposta de celebração de termo de compromisso deve ser solicitada pelo próprio acusado, sendo que a sua aceitação, ou não, compete exclusivamente ao Conselho de Autorregulação, replicando-se, em relação a esse aspecto, as mesmas regras aplicáveis aos termos de compromisso celebrados em processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM⁵⁴.

Nesse sentido, convém adiantar uma questão que será abordada com mais profundidade no Capítulo 3 do presente trabalho, que se relaciona com o regime jurídico aplicável à entidade de autorregulação. Trata-se da questão sobre a necessidade de aplicação à estrutura de autorregulação das mesmas regras processuais e princípios jurídicos atinentes aos processos administrativos conduzidos na esfera pública.

Parece-nos que a questão deve ser analisada com cautela, procurando-se equilibrar a necessidade de celeridade e dinamismo da atuação da estrutura de autorregulação com a necessidade de respeito à segurança jurídica e à observância dos princípios constitucionais do devido processo legal, da ampla defesa e do contraditório. Nesse sentido, entendemos que os processos administrativos conduzidos pela estrutura de autorregulação podem ser regidos por regras mais flexíveis, informais e dinâmicas do que aquelas atinentes aos processos administrativos conduzidos pela CVM, desde que sejam respeitados os princípios

⁵³ Artigo 46, § único, do Regulamento Processual da BSM. Disponível em: <http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSMRegulamento.pdf> (acesso em 17/12/09).

⁵⁴ Sobre o assunto, Ricardo Villas Bôas Cueva em artigo integrante do livro *Direito Sancionador* coordenado por Osório (2007, 298) afirma que: “a celebração do termo de compromisso com a CVM, assim como na lei antitruste, não constitui direito subjetivo do acusado. Ademais, o § 5º do art. 11 da Lei 6.385/76, com a redação dada pelo Decreto 3.995/2001, não admite dúvida quanto a ficar ao exclusivo critério da CVM, se o interesse público permitir, a suspensão do processo para que se celebre o termo de compromisso”.

constitucionais do devido processo legal e da ampla defesa e que seja dada total transparência dos atos processuais praticados no âmbito da autorregulação para a CVM. Além disso, o processo deve ser encarado como mero instrumento formal para atendimento de um fim material, que, no caso dos processos conduzidos no âmbito da autorregulação, corresponde à melhoria dos padrões de conduta dos participantes para o regular funcionamento do mercado de bolsa.

O mesmo raciocínio se aplica aos procedimentos adotados pela estrutura de autorregulação, para tratar as irregularidades detectadas pelas atividades de supervisão e fiscalização. Nesse sentido, entendemos que a estrutura de autorregulação pode se valer de outros procedimentos mais céleres e informais do que o processo administrativo, para estimular os intermediários a melhorar seus controles internos e seus padrões de conduta (como por exemplo a determinação de providências, ou de cessação de práticas irregulares sob pena de multa cominatória⁵⁵; a celebração direta de um termo de ajustamento de conduta com o intermediário antes mesmo da instauração de um processo administrativo; reuniões; cartas de recomendação, entre outros expedientes possíveis aqui não previstos), reservando-se o processo administrativo disciplinar para tratar as hipóteses de infrações mais graves, casos de reincidência, ou infrações que representem alto risco para o mercado.

Conforme anteriormente comentado, os indícios de infração identificados pelas atividades de supervisão, bem como os relatórios de auditoria fruto das atividades de fiscalização, conforme anteriormente comentado, constituem indicadores do nível dos padrões de conduta, da infra-estrutura e dos procedimentos operacionais adotados pelos intermediários.

A partir dessas informações, e na linha do que foi exposto sobre a flexibilidade e informalidade das atividades de autorregulação, a estrutura de autorregulação de acordo com a expertise técnica e em razão de sua proximidade com a indústria de intermediação poderá estruturar, estrategicamente, as iniciativas a serem tomadas para a melhoria dos padrões de conduta dos intermediários, valendo-se, para tanto, dos instrumentos de *enforcement* à sua disposição, graduados desde a iniciativa mais leve e preventiva (como, por exemplo, pedido de esclarecimentos ao intermediário sobre determinado controle que se mostra aparentemente falho) até a iniciativa mais austera e repressiva correspondente à instauração

⁵⁵ Esse procedimento se encontra previsto no Regulamento Processual da BSM (artigos 66 e 67).

de processo administrativo que poderá acarretar na aplicação de penalidade face a uma concreta infração cometida pelo acusado.

Para estruturar essa visão estratégica, a administração da estrutura de autorregulação poderá se valer, com as devidas adaptações, dos estudos realizados sobre política criminal (que tratam, entre outros assuntos, do potencial lesivo das condutas, da magnitude dos bens jurídicos tutelados, da eficiência das penas e de seu caráter educador, etc), definindo os assuntos que serão tratados com maior rigor em razão de sua gravidade e potencial de risco, aqueles que serão tratados com procedimentos de rigor médio e os assuntos que podem ser considerados como menor potencial ofensivo, adotando-se, dessa maneira, uma lógica muito semelhante aos raciocínios de dosimetria de penas e de medidas alternativas teóricas para sancionar infrações às regras⁵⁶.

Isto é possível, pelo fato de que em matéria de processo administrativo disciplinar, as regras de mercado são permeadas de cláusulas gerais não havendo taxatividade e tipicidade de condutas e penas correspondentes (tal como ocorre no sistema jurídico penal) permitindo, portanto, ao intérprete e ao aplicador das regras, uma considerável margem de discricionariedade que deverá ser externalizada de forma transparente e motivada, com base nos princípios, nas normas jurídicas e nos padrões usuais de mercado, sempre com o objetivo de estimular a convergência, paulatina, das condutas dos intermediários para os melhores padrões de conduta possíveis e verificáveis no mercado, de forma a garantir o regular funcionamento do mercado e coibir condutas que comprometam sua integridade e credibilidade.

A estratégia de atuação da estrutura de autorregulação, em especial as decisões do Diretor de Autorregulação e do Conselho de Autorregulação, previsivelmente, terão forte aderência à atuação e estratégia da CVM. Isto não significa, entretanto, que a estratégia de atuação e as decisões tomadas no âmbito da autorregulação devam seguir *ipsis literis* a mesma lógica de atuação e “jurisprudência administrativa” da CVM, caso contrário, não estaríamos diante de uma estrutura de autorregulação e, sim, de uma “filial da autarquia”.

Referido argumento, inclusive, encontra respaldo na própria lógica da ICVM 461/07 que determinou, taxativamente, em seu artigo 49, § 3º, que das decisões do Conselho de

⁵⁶ Traduzindo-se para a linguagem vulgar, seria o mesmo que calibrar a artilharia conforme as distâncias e o tamanho dos alvos a serem atingidos.

Autorregulação não cabe recurso à CVM. A interpretação dessa disposição pode nos levar a reflexões sobre a inexistência de subordinação hierárquica direta entre CVM e Conselho de Autorregulação no que tange às decisões administrativas, em especial sobre a aplicação de penalidades e a celebração de termos de compromisso em processos administrativos disciplinares conduzidos no âmbito da estrutura de autorregulação, nos permitindo concluir, com certa razoabilidade e coerência, que a própria CVM garante à estrutura de autorregulação poderes discricionários para a interpretação e aplicação das normas de mercado.

Além disso, referida disposição pode ser analisada sob a perspectiva de que fora conferido um voto de confiança quanto à eficiência e seriedade das decisões tomadas no âmbito da autorregulação, ao não se prever a possibilidade de reforma das decisões do Conselho de Autorregulação pela CVM. Essa perspectiva deve ser obtemperada diante do disposto no artigo 118, III, da ICVM 461/07, que ressalva o poder da CVM de “sustar a aplicação de decisões tomadas pelos mercados organizados de valores mobiliários, no todo ou em parte, especialmente quando se trate de proteger os interesses dos investidores” (artigo 118, II).

Apesar de não se referir, taxativamente às decisões do Conselho de Autorregulação, referido dispositivo, até mesmo em razão de sua generalidade, parece conferir à CVM o poder de sustar a aplicação de penalidades determinadas pelo Conselho de Autorregulação, em especial aquelas que possam prejudicar investidores. Essa situação, imaginamos, somente poderia ocorrer nos casos de aplicação das penas de suspensão ou inabilitação de intermediário, em que os investidores são afetados em razão de serem obrigados a transferir suas posições para outros intermediários, podendo-se vislumbrar, nesse caso, um ou outro transtorno aos investidores que possa ser encarado pela CVM como “prejuízo”. Quanto às demais penalidades (multa ou advertência) não conseguimos prever alguma hipótese em que o investidores poderiam ser prejudicados.

Ressalvado esse dispositivo, que sinaliza a possibilidade da CVM sustar os efeitos da decisão do Conselho de Autorregulação, as demais disposições da ICVM 461/07 parecem reforçar, ainda mais, a efetividade das decisões tomadas no âmbito da estrutura de autorregulação e a sua independência em relação às decisões tomadas em processos administrativos conduzidos pela CVM.

Nesse sentido, ressaltam-se as seguintes disposições: art. 49, § 4º - “o investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da autorregulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso”; artigo 49, § 5º - “no julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da autorregulação”; e artigo 49, § 6º - “em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da autorregulação, a pena máxima prevista no art. 11, § 1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela autorregulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza”.

Numa primeira análise, os referidos dispositivos parecem reforçar a efetividade das penalidades aplicadas no âmbito da autorregulação, na medida em que determinam que estas devem ser levadas em consideração pela CVM no julgamento dos processos administrativos sancionadores que envolvam os mesmos fatos que ensejaram a aplicação da penalidade pela estrutura de autorregulação. Esse raciocínio é de “mão única”, ou seja, admite-se a consideração da decisão tomada na esfera de autorregulação no julgamento de processo sancionador, mas não se admite o raciocínio inverso. Nesse sentido, a interpretação desses dispositivos, a primeira vista, parecem levar à conclusão de que a ICVM 461/07 afirma a independência entre os âmbitos dos processos administrativos disciplinares da autorregulação e âmbito dos processos sancionadores da CVM.

Sob outra perspectiva, porém, poder-se-á argumentar que os referidos dispositivos, na prática, reservam uma outra via, não recursal, para a *reformatio in pejus* pela CVM da decisão proferida no âmbito da autorregulação, ao mesmo tempo em que enunciam uma solução subliminar para a polêmica questão do princípio do *non bis in idem*, nos casos em que o acusado seja processado pelo mesmo fato nas esferas de autorregulação e de regulação, mediante um mecanismo, por meio do qual eventual pena superior imposta pela CVM seja reduzida proporcionalmente ao valor da pena inferior imposta pela autorregulação. Sob essa perspectiva, referidas disposições além de trazerem à tona a polêmica questão sobre a aplicação do princípio *non bis in idem*, omitem a possibilidade da decisão do processo administrativo sancionador da CVM ser mais vantajosa ao acusado, que

se verificaria nas hipóteses deste ser absolvido ou condenado em pena mais branda do que aquela estipulada na decisão tomada pela estrutura de autorregulação em processo disciplinar que tenha tratado dos mesmos fatos.

O tema do princípio *non bis in idem*⁵⁷ é polêmico desde as questões que tratam de sua aceitação, ou não, como princípio geral no direito brasileiro, ganhando ainda maior complexidade quando o enquadrarmos no contexto de interação entre as esferas de regulação e autorregulação. Sem adentrar em maiores aprofundamentos sobre o tema, que foge às pretensões do presente trabalho, entendemos que há fortes argumentos no sentido da inexistência de *bis in idem* no caso do acusado ser processado na esfera da autorregulação e na esfera de regulação, tendo em vista que: (i) a própria Lei⁵⁸ prevê a concomitância de ambas as esferas de fiscalização (regulação e autorregulação), o que, por sua vez, justificaria a possibilidade de duplo processamento nos respectivos âmbitos privado e público; e (ii) os âmbitos de processamento são distintos e seus fundamentos e finalidades também. O processo conduzido pela estrutura de autorregulação é disciplinar, no sentido de que sua finalidade é educativa, e não repressiva, visando a melhoria do padrão de conduta dos intermediários com vistas a evitar operações que possam comprometer o bom funcionamento do mercado. Já o processo conduzido pela CVM é sancionador⁵⁹, no sentido de que sua finalidade é repressiva e punitiva, fundamentada no *ius puniendi* estatal. De qualquer forma, reconhecemos que o tema merece maior reflexão. Por ora, temos a impressão de que a solução prática dada pela ICVM 461/07 no sentido de prever a

⁵⁷ Em síntese, trata-se do princípio segundo o qual ninguém poderá ser indiciado, processado, julgado e punido mais de uma vez pelo mesmo fato. Tal princípio não está expresso na Constituição da República, mas decorre do princípio da dignidade da pessoa humana, do respeito à coisa julgada, enfim, do próprio Estado Democrático de Direito.

⁵⁸ Conforme previsto no artigo 8º, inciso III, e seu § 3º da Lei 6.385/76, segundo o qual a competência da CVM para fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários “não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros [leia-se pessoas autorizadas a operar, conforme a nomenclatura contemporânea pós-desmutualização] e aos valores mobiliários nelas negociados.”

⁵⁹ Sobre a “sanção administrativa” vale citar interessante texto de Osório (2007, 14-15), segundo o qual: “cabe salientar, para fins didáticos, que sanção administrativa, em nossa visão, é um mal ou castigo, porque tem efeitos aflitivos, com alcance geral e potencialmente *pro futuro*, imposto pela Administração Pública, materialmente considerada, pelo Judiciário ou por corporações de direito público, a um administrado, jurisdicionado, agente público, pessoa física ou jurídica, sujeitos ou não a especiais relações de sujeição com o Estado, como consequência de uma conduta ilegal, tipificada em norma proibitiva, com uma finalidade repressora ou disciplinar, no âmbito da aplicação formal e material do Direito Administrativo (...) Ambas as sanções – penais e administrativas – interligam-se no universo ainda enigmático e pouco explorado do Direito Sancionador, o que remete o intérprete a discussões sobre a unidade da pretensão punitiva do Estado e seus desdobramentos.”

consideração da pena aplicada pela entidade autorreguladora nos processos sancionadores conduzidos pela CVM esvazia o mérito da discussão sobre eventual *bis in idem*.

As penalidades que podem ser aplicadas pelo Conselho de Autorregulação ou pelo Diretor de Autorregulação devem estar previstas em regulamento próprio, sendo que a suspensão ou o cancelamento de autorização de pessoa autorizada a operar, caso previstas como penalidades, deve ser comunicada, de imediato, à CVM e ao BACEN⁶⁰.

A regra geral é que as penalidades devem ser aplicadas pelo Conselho de Autorregulação, podendo ser previstas hipóteses excepcionais de ⁶¹aplicação de penalidade pelo Diretor de Autorregulação, casos em que será obrigatória a previsão da possibilidade do acusado recorrer ao Conselho de Autorregulação contra essas decisões⁶².

1.6. Autonomia e independência da estrutura de autorregulação

A autonomia e a independência do funcionamento da estrutura de autorregulação é preservada, sobretudo, por meio de mecanismos de governança corporativa; por regras relativas à elaboração e aprovação do orçamento e do programa anual de trabalho; e pela própria interação entre a CVM e a estrutura de autorregulação.

Nesse sentido, o artigo 37 da ICVM 461/07 estabelece que:

O Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação devem:

I – ser funcionalmente autônomos dos órgãos de administração da entidade administradora dos mercados que lhes incumba fiscalizar;

II – possuir autonomia na gestão dos recursos previstos em orçamento próprio, que deverão ser suficientes para a execução das atividades sob sua responsabilidade; e

III - possuir amplo acesso a registros e outros documentos relacionados às atividades operacionais dos mercados que lhes incumba fiscalizar, da entidade de compensação e liquidação que preste esses serviços para os mercados, se for o caso, e das pessoas autorizadas a operar, contando, para tanto, com o dever de cooperação do Diretor Geral e mantendo à disposição da CVM e do Banco Central do Brasil, se for o caso, os relatórios de auditoria realizados.

Em relação aos mecanismos de governança corporativa, os pontos principais se referem ao conceito de independência da maioria dos membros do Conselho de

⁶⁰ Artigo 49 e seu § 1º da ICVM 461/07.

⁶¹ Artigos 47 e 26.

⁶² Artigo 46, § 2º da ICVM 461/07.

Autorregulação e do próprio Diretor de Autorregulação; ao estabelecimento de mandato fixo e regras especiais para a destituição do Diretor e membros do Conselho de Autorregulação.

Assim, estabelece o artigo 39 da ICVM 461/07 que o Diretor de Autorregulação e os membros do Conselho de Autorregulação serão eleitos pelo Conselho de Administração da entidade administradora, em deliberação da qual somente participarão os conselheiros independentes⁶³, com mandato fixo de 3 (três) anos, que poderá ser renovado, e só perderão seus mandatos por força de renúncia, condenação judicial ou em processo sancionador instaurado pela CVM, ou por decisão do Conselho de Administração⁶⁴, que deverá ser motivada, com a descrição detalhada das circunstâncias que motivaram a destituição.

A ICVM sinaliza, ainda, que “a destituição do Diretor de Autorregulação ou de membros do Conselho de Autorregulação, assim como as condições em que tal destituição tenha se dado, serão consideradas pela CVM ao avaliar as atividades de autorregulação desenvolvidas pela entidade administradora, inclusive no tocante à observância do princípio de independência e autonomia⁶⁵.”

O mandato fixo e o estabelecimento de regras especiais para a destituição conferem ao Diretor de Autorregulação e membros do Conselho de Autorregulação maior segurança e independência para o exercício de suas competências, especialmente aquelas em que podem resultar em grande atrito ou conflito com os interesses da própria entidade administradora, como previsivelmente pode ocorrer nas questões relacionadas à auto-listagem e à fiscalização pela estrutura de autorregulação das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora. Em síntese, afasta-se, assim, a possibilidade de destituição *ad nutum* que poderia desequilibrar a relação de forças entre os interesses da entidade administradora e da estrutura de autorregulação nas situações conflituosas.

Conforme disposto no artigo 47 da ICVM 461/07, o Conselho de Autorregulação deve ser composto por pelo menos 2/3 (dois terços) de membros independentes, sendo um deles o Diretor de Autorregulação, considerando-se como independente aquele que não

⁶³ Artigo 24, § 2º ICVM 461/07

⁶⁴ Deliberação da qual também somente participarão os conselheiros independentes.

⁶⁵ Artigo 39, § único da ICVM 461/07.

mantém vínculo⁶⁶ com: (i) a entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, ou controlada; (ii) administrador da entidade administradora, sua controlada direta ou indireta, ou controlada; (iii) pessoa autorizada a operar e (iv) sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora.

Sobre o conceito de independência, Eizirik (2008, 209-210) afirma que:

Existe grande discussão a respeito do conceito de independência, bem como em relação à participação ideal de conselheiros independentes em proporção ao número total de membros no Conselho de Administração. Em relação às sociedades anônimas, o conceito de “independência” fundamenta-se na inexistência de eventuais vínculos entre o conselheiro e a própria companhia, membros de sua administração ou seus acionistas controladores. Todavia, no que se refere às bolsas de valores e de mercadorias e futuros, tendo em vista a função de regular as atividades de seus membros, a discussão sobre o conceito de independência dos conselheiros está relacionada, ainda, com a existência de vínculos que os tornem subordinados aos interesses de participantes dos mercados operados pela bolsa (...). A inclusão de membros *non-industry* no Conselho de Administração justifica-se na medida em que pode evitar eventuais ‘pressões’ de conselheiros relacionados aos corretores membros sobre diretores e funcionários da bolsa, bem como pode reduzir a possibilidade de as decisões tomadas pelo Conselho de Administração serem influenciadas pelos interesses particulares dos corretores da bolsa, e não pelos interesses da própria instituição. A natureza especial dos poderes e atribuições de uma entidade autorreguladora torna essencial que seu Conselho de Administração seja formado por membros verdadeiramente independentes, sem ligação direta e atual com a ‘indústria’ por ela regulada. Assim, os membros do Conselho de Administração das bolsas devem ser independentes não apenas de sua respectiva administração, mas também das sociedades cujas atividades sejam por elas fiscalizadas e disciplinadas.

Percebe-se, nesse sentido, uma alteração substancial na estrutura do poder decisório sobre as questões fundamentais da atividade de autorregulação. Nas estruturas das bolsas mutualizadas, o poder decisório sobre as questões relativas à autorregulação era concentrado na classe dos próprios intermediários que tinham assento no conselho de administração das bolsas de valores. Tratava-se, assim, de uma estrutura de poder concentrado na figura dos intermediários e da própria entidade administradora do mercado de bolsa que atuavam, soberanamente, no palco central de decisão sobre as atividades de autorregulação.

As novas regras, portanto, quebram radicalmente com a estrutura anterior, descentralizando e desclassificando⁶⁷ o poder decisório sobre as atividades de

⁶⁶ Nos termos do artigo 26, § 1º, da ICVM 461/07, conceitua-se como “vínculo”: (i) relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanente ou participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo; (ii) participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital total ou do capital votante; ou (iii) ser cônjuge, companheiro ou parente até segundo grau.

⁶⁷ No sentido de que o poder decisório sobre a autorregulação não é mais exclusivo de uma determinada classe de profissionais.

autorregulação. Não se trata mais de uma autorregulação de uma determinada classe⁶⁸ de profissionais, nem de uma autorregulação que seja determinada segundo a administração estratégica da entidade administradora do mercado de bolsa, mas, sim, de uma autorregulação do mercado de bolsa, em seu conceito despersonalizado e descentralizado, como instituição importante para o desenvolvimento econômico do país que, como tal, atende ao interesse público.

A nova estrutura, mais do que tratar os clássicos conflitos de interesses que já existiam nas estruturas mutualizadas (em especial os decorrentes da identidade física entre regulador e regulado, ou supervisor e supervisionado) e aqueles surgidos após a desmutualização (cujo expoente máximo é o conflito entre a finalidade lucrativa e o exercício da função de autorregulação) parece convergir para uma tendência de democratização das instituições privadas que adquirem importância pública, internalizando-se, nos principais palcos decisórios dessas instituições, interesses e questões que, outrora, eram tratados como externalidades.

Isto não significa, porém, um completo afastamento da representação dos interesses dos intermediários e da entidade administradora no palco de decisão sobre as atividades de autorregulação, até porque referidos interesses não são antagônicos à integridade e à credibilidade do mercado visada por tais atividades. Nesse sentido, não há proibição para que a minoria dos membros do Conselho de Autorregulação sejam representantes de intermediários, ou os próprios administradores da entidade administradora⁶⁹.

Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública nº 06/2007 que submeteu à audiência pública a minuta da ICVM 461/07 menciona que:

Não há restrições a essa participação [de administradores da Entidade Administradora no Conselho de Autorregulação] desde que no mínimo dois terços dos integrantes do Conselho de Autorregulação sejam independentes. De acordo com o conceito de independência (...) os administradores da Entidade não são considerados independentes. Os benefícios potenciais por conta da presença de administradores do mercado organizado neste Conselho podem vir da sua experiência e proximidade com o cotidiano das operações no mercado, o que pode contribuir para a qualidade das decisões sobre penalidades em processos disciplinares, ajudando a preservar essa que é uma das grandes vantagens da autorregulação.

⁶⁸ O que justifica a expressão discricionária e pretensiosamente sugerida: “desclassificação do poder de autorregulação”.

⁶⁹ Artigo 19, § 3º da ICVM 461/07

A autonomia e independência da estrutura de autorregulação também é preservada por meio de regras específicas sobre a elaboração e a aprovação do orçamento e do programa de trabalho da estrutura de autorregulação. Nesse sentido, referidos documentos devem ser elaborados pela própria estrutura de autorregulação, segundo suas necessidades reais de infra-estrutura e pessoal destinados a atender as competências a ela atribuídas pela norma, conforme a programação anual de trabalho. O orçamento e o programa de trabalho são inicialmente aprovados pelo Conselho de Autorregulação e, posteriormente, pelo Conselho de Administração da entidade administradora. Em caso de rejeição da proposta orçamentária e/ou do programa de trabalho, o Conselho de Administração deverá encaminhar à CVM a justificativa da rejeição. O orçamento e o programa de trabalho devem ser encaminhados à CVM que poderá determinar a realização de ajustes se entender que os mesmos são insuficientes para o cumprimento das atribuições da estrutura de autorregulação.

1.7. Conclusões parciais e novas perspectivas de análise da estrutura de autorregulação do mercado de bolsa

A descrição da atual estrutura da autorregulação do mercado de bolsa e a colocação de algumas questões a ela atinentes nos termos expostos nesse primeiro capítulo, revelam a necessidade de se estudar o tema da autorregulação do mercado de bolsa sob novas perspectivas que não se enquadram mais nas tradicionais formas de regulação estatal e nos tradicionais conceitos de autorregulação, seja na sua concepção neoliberal de “ausência de regulação”, seja na noção de autorregulação como associação de classe de profissionais, ou na noção que remete à aparente identidade física entre regulador e regulado.

O problema de enquadramento vai desde a questão terminológica, relativa à coerência ou incoerência do termo “autorregulação” para nomear uma estrutura que é imposta pela norma jurídica aos agentes de mercado, até questões sobre o regime jurídico aplicável às atividades de autorregulação do mercado de bolsa.

Alguns doutrinadores entendem que o termo mais apropriado para designar a autorregulação do mercado de bolsa seria “co-regulação”⁷⁰ ou “autorregulação de base legal” ou até “regulação privada”, tendo em vista que esta “autorregulação” seria imposta por norma exógena aos agentes econômicos, e não voluntariamente estabelecida pela livre iniciativa.

Em nosso entendimento, no contexto do mercado de bolsa, o termo “autorregulação” é apropriado e coerente com a estrutura atual e não deve ser afastado ou classificado em dois ou mais tipos distintos, sob pena de desprezarmos todo um processo de evolução histórica e regredirmos a enquadramentos fragmentados do tema (enquadramento liberal-privado de um lado e intervencionista-público de outro) que, em nosso entendimento, já se encontram integrados.

Apesar de considerarmos a evolução histórica como não-linear e não-determinista, identificamos na estrutura contemporânea da autorregulação um ponto de equilíbrio entre visões neoliberais e intervencionistas, agregando o que há de melhor em ambas. Trata-se de um processo de legitimação da autorregulação do mercado de bolsa, com o objetivo de institucionalizá-la e conferir-lhe poder de polícia, por meio de regras estatais.

O comando exógeno, fruto da chamada hetero-regulação, é o de que a entidade administradora deve reforçar a autorregulação do mercado mediante a internalização de uma estrutura de governança, nos moldes estabelecidos pela CVM. Uma vez internalizada, a estrutura de autorregulação passará a funcionar endogenamente ao mercado de bolsa.

Além disso, por mais que se possa argumentar que a definição da estrutura afeta, substancialmente, a atividade de autorregulação, o fato é que a própria ICVM 461/07 admite

⁷⁰ Nesse sentido, Trindade e Menezes Santos (2009, 11) distinguem “dois grandes sistemas de autoregulação: o de base voluntária (auto-regulação voluntária ou privada) e a que se exerce por imposição legal (auto-regulação de base legal ou pública)”, apontando que a distinção é explicada pelo jurista português, Vital Moreira, segundo o qual “a autoregulação é privada (ou de base voluntária) quando os agentes a ela se submetem voluntariamente, por vínculo contratual normalmente manifestado pela adesão a uma determinada organização, cuja autoridade supervisora passa a ser reconhecida. Já na auto-regulação pública (ou de base-legal) a submissão do participante é coativa, sendo objeto de sanção estatal”. Os autores ainda mencionam que “na legislação Européia essa distinção tem sido tratada de modo ligeiramente diverso, do ponto de vista da nomenclatura, pela referência a auto-regulação (*self-regulation*) para designar a auto-regulação voluntária, e a co-regulação (*coregulation*) para designar a auto-regulação de base legal. É o que se vê Plano de Ação divulgado em 2002 pela Comissão Européia, denominado *Simplifying and Improving the Regulatory Environment*: “Self-regulation concerns a large number of practices, common rules, codes of conduct and voluntary agreements which economic actors, social players, NGOs and organized groups establish themselves on a voluntary basis in order to regulate and organize their activities. Unlike coregulation, self-regulation does not involve a legislative act”.

outras estruturas diferentes daquela enunciada como regra em suas disposições. Tal possibilidade está claramente prevista no § 4º do artigo 9º da referida Instrução, segundo o qual:

o Colegiado da CVM poderá dispensar a observância de requisitos impostos por esta Instrução para a estrutura, organização e funcionamento da entidade administradora, desde que tais requisitos não sejam compatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado pela entidade, ou as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos sejam alcançadas por mecanismos alternativos adotados pela entidade.

Nesse sentido, percebe-se que a regulação não fecha completamente a estrutura de autorregulação em um sistema rígido, permitindo que modelos estruturais advindos da iniciativa privada possam ser legitimados, se atenderem às finalidades previstas na regulação⁷¹.

Importante ressaltar, nesse aspecto, que antes mesmo da publicação da ICVM 461/07, a BOVESPA, que se desmutualizou em 27 de agosto de 2007, já havia estruturado sua autorregulação em uma associação civil sem fins lucrativos, denominada Bovespa Supervisão de Mercados (atual BSM), que tinha como objeto social, dentre outras atividades, supervisionar as operações realizadas nos mercados administrados pela BOVESPA, as compensações e liquidações e a custódia de ativos realizada pela CBLC (clearing e central depositária), bem como fiscalizar as operações e serviços de custódia prestados pelos intermediários e agentes de custódia. Tratava-se, portanto, de uma estrutura ainda mais rígida de segregação das atividades de autorregulação do que o modelo posteriormente adotado como regra geral pela ICVM 461/07.

O modelo da BSM prevalece até hoje, com algumas adaptações em decorrência de ter assumido as funções de autorregulação do mercado de bolsa de mercadorias e futuros, após a fusão entre BOVESPA e BM&F ocorrida em 2008.

Na qualidade de associação civil sem fins lucrativos, a BSM constitui uma estrutura perfeitamente adequada ao desempenho das funções de autorregulação, superando o conflito

⁷¹ Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública nº 06/2007 que submeteu à audiência pública a minuta da ICVM 461/07 dispôs que: “A minuta não exige, nem proíbe, que as funções de autorregulação sejam desempenhadas internamente à Entidade Administradora, permitindo-lhe que constitua associação, sociedade controlada ou submetida a controle comum, sociedade de propósito específico, ou, ainda, que contrate terceiro independente para isso. Quanto a este ponto, a abordagem da minuta está voltada ao resultado que se pretende atingir – que é a existência de uma estrutura de autorregulação que substancialmente observe, em todos os seus aspectos, o que se exige do Departamento e do Conselho de Autorregulação – sendo indiferente a forma e a estrutura organizadas com essa finalidade.”

entre finalidade lucrativa e exercício das funções de autorregulação, tendo sua independência financeira prevista em seu estatuto social⁷², que estabelece como fonte de recursos: (i) as contribuições dos associados (atualmente BM&FBOVESPA e Banco BM&F) com base nas regras de aprovação de orçamento e programa de trabalho estabelecidas na ICVM 461/07; (ii) a taxa cobrada pela administração do MRP; (iii) as taxas relacionadas às atividades de supervisão, fiscalização, auditoria, suporte operacional e administrativo e outros serviços e (iv) os recursos provenientes das multas e termos de compromisso celebrados em processos administrativos disciplinar. No mais, muitas das regras da ICVM 461/07 que tratam da governança da estrutura de autorregulação já se encontravam aplicadas no modelo da BSM anteriormente à edição da norma⁷³.

Dessa forma, pode-se dizer que a estrutura contemporânea da autorregulação é fruto da iniciativa privada, uma vez que o modelo hoje existente é anterior à ICVM 461/07, sendo muito mais apropriado e coerente se falar num processo de legitimação jurídica da autorregulação do que em “imposição da autorregulação”, ou “autorregulação de base legal”. Estendendo-se a perspectiva histórica, verificamos ser ainda mais flagrante o processo de legitimação jurídica da autorregulação que nasce como fenômeno social, fruto da livre iniciativa dos corretores, para, posteriormente, ser legitimada, organizada e prevista como norma, no ordenamento jurídico.

Essa perspectiva histórica da legitimação jurídica da autorregulação do mercado de bolsa, que será abordada de forma panorâmica mais adiante no curso desse trabalho, nos parece relevante para a análise dos regimes jurídicos aplicáveis ao seu funcionamento e às decisões tomadas em seu âmbito, situando o tema num eixo que nos faça perceber sua eficiência para tratar as falhas e riscos inerentes ao mercado de bolsa.

⁷² Disponível em <http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSMEstatuto170309.pdf> . Acesso em 7 de dezembro de 2009.

⁷³ Podemos citar, por exemplo, a existência do Conselho de Supervisão com maioria de membros independentes que tem as mesmas funções do Conselho de Autorregulação previsto na ICVM 461/07.

CAPÍTULO 2 – AUTORREGULAÇÃO: CONCEITO E EVOLUÇÃO HISTÓRICA

2.1. Conceito amplo de autorregulação

O conceito de autorregulação é equívoco e utilizado em diversos ramos do conhecimento, especialmente, na Economia, Biologia, Pedagogia, Semiótica, Psicologia e no Direito com significados e significações que variam de acordo com as peculiaridades de cada área e com a evolução histórica.

Apesar da equivocidade do significado da autorregulação, sua significação em todas as áreas do conhecimento parece convergir para as idéias de natureza, espontaneidade, ou de capacidade de um organismo de entrar em equilíbrio interno e em equilíbrio com o ambiente externo.

Em seu sentido amplo, a autorregulação pode ser conceituada como a capacidade de um organismo de perceber estímulos internos e externos e de estabelecer suas próprias regras de estruturação e funcionamento para responder a esses estímulos da forma que melhor garanta o seu equilíbrio.

O elemento mais importante do conceito de autorregulação, portanto, é a força endógena ao organismo que comanda suas condutas. Nesse aspecto, a força exógena pode influenciar a conduta do organismo, mas não a comanda. O comando é endógeno ao organismo que internaliza a força exógena caso esta seja necessária para sua sobrevivência e equilíbrio.

Essa significação ampla de autorregulação pode nos auxiliar a compreender a atual estrutura de autorregulação do mercado de bolsa por meio da noção de bolsa como sistema de interações⁷⁴ entre diversos interesses. Nesse sentido, a autorregulação seria um estímulo

⁷⁴ Conforme definição apresentada por Tércio Sampaio e Raymundo Magliano Filho (2008, 1): o mercado bursátil é um sistema de interações institucionalizadas, predominantemente voltadas para operações de compra e venda de valores (as ações coladas), realizadas em lugar determinado (pregão), operadas por mediadores (corretores) e que visam à troca de poupança. Trata-se, pois, de um sistema social, sujeito a pressões que fazem parte do seu padrão normal de funcionamento. Neste sentido, podemos dizer que o mercado de Bolsa é um sistema constituído dos seguintes elementos: os trocadores de poupança (aplicadores), ou seja, aqueles agentes, que, ao trocar títulos, visam a uma renda variável, e os mediadores, entendidos como o agente que põe em relação os trocadores de poupança, fundados na confiança institucionalizada (legal ou de fato) que inspira.

interno a esse sistema, reforçado por um estímulo externo, ou exógeno (regulação ou heteroregulação). Em ambos os casos, são estímulos que visam concretizar o equilíbrio entre livre iniciativa e solidariedade, ou livre iniciativa e bem comum.

2.2. Panorama histórico da evolução da estrutura de autorregulação das bolsas

A história da estrutura da autorregulação das bolsas, como não poderia deixar de ser, acompanha a história da própria bolsa e das sociedades corretoras.

A origem das bolsas de valores e de mercadorias é situada em diversos momentos históricos por diferentes doutrinadores. Entendida em sua definição mais ampla como ambiente físico onde se negocia determinado bem, a bolsa de valores pode ter surgido nas mais remotas civilizações, obviamente sem as mesmas características atuais. De maneira geral, sua origem é fortemente associada às feiras e reuniões de intermediários em praças de comércio – especialmente nas cidades portuárias - onde se concentrava a oferta e a demanda de determinados bens, facilitando a negociação e a formação de preços.

Barreto Filho (1959, 7) busca as origens da bolsa no remoto *emporium* grego. O professor Versoça (2004, 39-41), por sua vez, cita que a origem das bolsas de valores se deu em algumas cidades onde, inicialmente, se construíram edifícios para o fim especial do câmbio a exemplo da *Loggia di Cambio* de Bolonha, apontando, também que:

a concentração de pagamentos nas feiras já era notada no século XII, quando grande parte das obrigações em moedas de todas as espécies era designada para as feiras de Campanha, ou tinha como referência o dia fixo do seu término. Isso era cômodo para os mercadores e banqueiros, que, assim, fechavam suas operações em um mesmo período, compensando as posições ativas e passivas e pagando as diferenças devidas. Essa centralização ocorria tanto para os contratos de câmbio quanto para dívidas originadas de compras e vendas de outros negócios. Tratavam-se as feiras, portanto, do embrião das modernas câmaras de compensação e liquidação de obrigações.

Paiva (1963, 11) critica a associação histórica que comumente se faz entre bolsa e feira ou entre bolsa e praça de comércio. O autor inicialmente reconhece que “as fontes históricas da bolsa hão de ser procuradas nas feiras e mercados da idade medieval” sendo que o surgimento da bolsa verifica-se “quando as feiras viveram seu período áureo e constituíam os grandes centros de comércio da Europa. Por esse tempo, corporificou-se,

também, a noção de praça de comércio, ainda não conceituada, mas já reconhecida na organização interna das feiras”. Porém, mais adiante em sua obra, referido autor afirma que “a bolsa não é a praça de comércio” (1963, 13), citando as diferenças estabelecidas por André Sayous entre mercado, feira e bolsa. Para esse autor (1898, 50):

chama-se mercado aos lugares onde os produtores se encontram geralmente em presença dos consumidores, e trazem consigo, *in natura*, os produtos que desejam vender. A função econômica dos mercados é o aprovisionamento de uma só cidade e seus arredores. As feiras são reuniões onde o comércio toma um certo desenvolvimento, onde se encontram mais raramente produtores e comerciantes, vindos, freqüentemente, de países distantes, e onde se opera seja sobre mercadorias presentes *in natura*, seja mediante amostras. O papel econômico das feiras era permitir a repartição mais exata de produtos em uma província, várias províncias ou mesmo vários países. As bolsas são reuniões periódicas, mais freqüentemente cotidianas, de comerciantes e pessoas tomando parte no comércio, cujo objetivo é a conclusão de negócios comerciais sem apresentação, transmissão ou pagamento imediato de mercadoria. As bolsas se distinguem das feiras sobretudo por sua freqüência, pela ausência absoluta de artigos *in natura*, pela presença quase exclusiva de comerciantes, habitantes da praça ou de suas imediações.

Apesar da polêmica sobre a origem histórica da bolsa, uma coisa é certa: a bolsa surge a partir da livre iniciativa de comerciantes e intermediários⁷⁵. Um movimento social que deriva de uma pulsão livre e de certa forma caótica de apregoações em praças públicas e feiras, que, paulatinamente, vai se estruturando e se organizando, na medida em que evolui a sistematização do conhecimento, fortemente influenciada pelo racionalismo. Nesse sentido, a origem da bolsa remonta à origem dos mercados livres que, por sua vez, está relacionada com o surgimento do próprio Direito Comercial.

Ascarelli (1947, 22) situa na Idade Média⁷⁶ o berço do movimento de livre iniciativa que veio a culminar na criação do Direito Comercial:

realmente se retrocedermos na história do direito, fácil será constatar que o nascimento do direito comercial se conjuga com uma fratura entre o direito romano-canônico comum então vigente e as exigências econômicas que hoje em dia denominaríamos capitalísticas e que se fizeram sentir desde as comunas italianas do século XII em contraposição ao sistema econômico então mais

⁷⁵ Conforme Oscar Barreto Filho (2001, 7): “de qualquer modo, é certo que surgiram as Bolsas espontaneamente como locais de concentração da oferta e da procura de mercadorias e valores comerciais”.

⁷⁶ Conforme recorda o professor Verçosa (2004, 33): “na Idade Média houve um deslocamento do centro econômico do campo para as cidades, que passaram a desempenhar um papel econômico, político e social contrastante com o regime até então existente. Burguesia nascente contrapôs-se ao feudo. Classes de profissionais (mercadores e artesões) passaram a exercer as atividades negociais sob o manto de associações profissionais – as corporações de artes e de ofícios. A par do papel relevante exercido pelas cidades medievais, as feiras e mercados contribuíram decisivamente para o desenvolvimento de um forte comércio interno e internacional na Europa”.

difundido [feudal]. Estas exigências assentes na liberdade de iniciativa e de concorrência num mercado livre, surgiram de início não quanto à indústria, mas apenas quanto ao comércio especialmente transmarino e bancário. Por isso se constitui então, em oposição ao direito comum, um direito especial que ainda hoje em dia, apesar de ter passado a abranger a atividade industrial, chamamos de comercial. Foi ele, no seu início, o direito de nascente burguesia das cidades; uma libertação dos vínculos da sociedade feudal e do direito romano-canônico comum então vigente. Por isso predomina, de um lado, desde o início da evolução, a idéia de mercado; de outro lado se apresenta então, o direito comercial, em conexão com o direito marítimo [...]

Talvez seja justamente por esse motivo aventado por Túlio Ascarelli (evolução do mercado paralela à evolução do direito comercial) que o Código Comercial brasileiro de 1850 não estabeleceu a definição de bolsa, tratando apenas, em seu artigo 32, de conceituar a praça de comércio, fortemente associada ao direito marítimo, nos seguintes termos:

praça do comércio é não só o local, mas também a reunião dos comerciantes, capitães e mestres de navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio. Este local e reunião estão sujeitos à polícia e inspeção das autoridades competentes. O regulamento das praças do comércio marcará tudo quanto respeita à polícia interna das mesmas praças, e mais objetos a elas concernentes.

O artigo 33 do Código Comercial ainda estabelecia que “o resultado das negociações que se operarem na praça determinará o curso do câmbio e o preço corrente das mercadorias, seguros, fretes, transportes de terra e água, fundos públicos, nacionais ou estrangeiros, e de outros quaisquer papéis de crédito, cujo curso possa ser anotado”.

Apesar de não ter conceituado a bolsa, que posteriormente foi tratada por legislação especial, os referidos dispositivos já enunciavam a essência da estrutura bursátil: os preços eram fixados de acordo com as livres transações realizadas nas praças, que deveriam respeitar os “regulamentos que descreviam as polícias internas da praça” além de serem sujeitas à “polícia e inspeção das autoridades competentes”. Esse modelo de livres transações organizadas segundo regras internas e fiscalizadas por órgão público, enunciada pelo Código Comercial de 1850, é a base do funcionamento das bolsas de valores, que, obviamente, sofreu todas as adaptações fruto da evolução histórica.

O Decreto nº 806, de 1851, foi o primeiro diploma normativo a utilizar a expressão “bolsa”⁷⁷, conceituando-a, nos seguintes termos: “a Bolsa é o lugar no salão da Praça do Comércio ou da Associação Comercial, destinado às operações de compra e venda de títulos públicos, de ações de bancos e companhias, de valores comerciais e finalmente de metais

⁷⁷ Conforme Vilella Filho (2003, 71).

preciosos”. Mas, o Decreto se limitou ao conceito e não apresentou maiores regulamentações a respeito.

2.2.1. A Junta de Corretores e a Câmara Sindical

Apesar da inexistência de regulamentação da bolsa, a atividade de intermediação já vinha sendo regulamentada, desde 1845, quando foi editado o Decreto 417⁷⁸ que definia a atividade do corretor e a condicionava à obtenção de autorização governamental. Posteriormente, foi editado o Decreto 648 de 10 de novembro de 1849 que, dentre outras disposições, criou a Junta de Corretores⁷⁹ subordinada ao Ministério da Fazenda; separou a atividade em três categorias de corretores (de fundos públicos, de navios e de mercadorias); estipulou a concessão de patentes aos corretores outorgada pelo ministro da Fazenda ou pelo presidente do Estado; e instituiu a vitaliciedade para o cargo de corretor.

Conforme Lorena Dutra (2008, 108):

a Junta de Corretores passou a desempenhar um importante papel na intermediação, seja na esfera normativa, organizativa ou de fiscalização: competia-lhe supervisionar a atuação dos corretores, informar o juiz do comércio sobre ocorrência de irregularidades, monitorar os participantes das operações, certificando-se de ausência de intermediários sem autorização legal, decidir contestações e encaminhar os nomes de candidatos a corretor ao Ministério da Fazenda. Além dessas funções, competia-lhe ainda processar as informações sobre as operações realizadas e remeter relatórios semanais ao Tesouro Nacional, *e.g.* sobre operações de câmbio e com fundos públicos [...] apesar da motivação inicial ser a de atender a interesses arrecadatórios do Estado, organizou-se o exercício da atividade, em especial a dos corretores de fundos públicos, que passou a depender de concessão de patentes do Estado. Estes passaram ainda a se sujeitar a um órgão diretivo, Junta dos Corretores, que exerceria, ainda que de forma incipiente, a autorregulação da classe.

⁷⁸ O Decreto 417, de 14 de junho de 1845 definiu a função de corretor, estabelecendo que: os corretores são agentes intermediários para comprar e vender por seus comitentes, mercadorias, navios, fundos públicos, e outros efeitos e obrigações, letras de câmbio, bilhetes à ordem, e quaisquer papéis comerciais, fazer negociações por descontos, seguros, contratos em grosso, fretamentos, empréstimos sobre penhores, ou de outro qualquer modo. Conforme Lorena Dutra (2008, 107), nesta época, os corretores foram “subdivididos em duas categorias distintas: corretores gerais (com atuação ampla) e corretores parciais (cuja autorização para atuar estava adstrita a certas mercadorias) e passaram a ser nomeados e demitidos por autoridade governamental [...]”. Verifica-se, nesse sentido, que desde aquela época havia preocupação em se regulamentar a atividade de intermediação como forma de garantir maior segurança jurídica às transações. Nesse sentido, ver Maria Bárbara Levy (1977, 71).

⁷⁹ Lorena Dutra (2008, 110) aponta que “o Decreto 801 de 26 de julho de 1851, tolheu parte da autonomia até então usufruída pelos corretores e por sua Junta, em face da competência atribuída ao Tribunal do Comércio e, conseqüentemente, ao Ministro da Justiça”.

Percebe-se, portanto, que a organização do mercado se inicia pela regulamentação estatal da atividade dos corretores o que marcará o conceito de autorregulação no mercado de bolsa como autorregulação da classe profissional dos intermediários (corretores), com a representação ideal da identidade física entre regulador e regulado e supervisor e supervisionado na figura do corretor.

Podemos ponderar que a regulamentação estatal da atividade de corretagem se justificava em especial porque, naquela época (em pleno regime de império, poucos anos após a independência e numa economia essencialmente agrária e extrativista) os principais bens intermediados na bolsa eram fundos públicos. O desenvolvimento e crescimento da negociação com ações veio a ocorrer anos mais tarde, em especial a partir da década de 1950.

Nesse sentido, é interessante a crítica de Andrezzo e Lima (2007, 55) que revela o problema de enquadramento da regulação da atividade de corretagem. Segundo esses autores:

anteriormente [à estrutura da bolsa pós Lei 4728/65] os corretores eram nomeados pelo governo e não se subordinavam às regras do serviço público, porque exerciam atividade empresarial. Entretanto, entendeu-se que não tinham o mesmo estímulo de um empresário, pois a corretagem era automaticamente assegurada e os cargos eram hereditários e vitalícios. Este sistema foi considerado um desestímulo ao senso de responsabilidade e eficiência necessários à profissão.

Apesar da rígida regulamentação estatal da atividade de corretagem, a regulamentação da bolsa, entretanto, só veio a surgir mais adiante, fruto de um reclame dos próprios corretores oficiais⁸⁰, que estavam sendo prejudicados pela atuação dos chamados “zangões” que eram corretores não autorizados, que intervinham ilegalmente em transações comerciais⁸¹.

⁸⁰ Regulamentados e agraciados com a patente vitalícia governamental e que desde a edição da Lei 1.083 de 22 de agosto de 1859, reforçada pelo Decreto 2.733 de 23 de janeiro de 1861, os corretores oficiais tinham o monopólio para intermediar operações com ações e títulos da dívida pública. Conforme Lorena Dutra (2008, 111), “o privilégio outorgado aos corretores satisfazia dois interesses distintos: de um lado atendia ao objetivo de centralização e controle das operações pelo Estado, restringido-as a um grupo limitado de intermediários submetidos a seu controle; de outro, atendia a interesses dos próprios corretores, que, pelo menos potencialmente, passariam a contar com um maior número de operações que dependeria de sua participação.”

⁸¹ Conforme Villela Filho (2003, 129): “O primeiro regulamento sobre o pregão foi a Lei 6.132, de 4 de março de 1876, que veio atender aos anseios da Junta dos Corretores. Seus membros viam-se, na época, prejudicados pela ação dos ‘zangões’. Estes praticavam uma concorrência desleal, não tinham matrícula para atuar no mercado e não estavam sujeitos a responsabilidade alguma [...] apesar do desprezo com que eram tratados pelos corretores, os ‘zangões’ formavam um núcleo marginal poderoso. A própria imprensa os cortejava para obter as cotações diárias, uma vez que a Junta passara a fornecê-las semanalmente. Manipulando as

Conforme Lorena Dutra (2008, 112):

o combate à atuação dos ‘zangões’ levou ainda a Junta de Corretores a propor em 1874, a institucionalização do pregão – em local apartado, dentro da Praça do Comércio, onde se realizariam todas as operações de fundos públicos, com apontamento dos preços e operações à vista de todos, mas aberto à entrada e participação apenas dos corretores autorizados. A legislação acolheu a idéia e em 4 de março de 1876 foi editada a Lei nº 6.132 que regulamentou pela primeira vez o funcionamento do pregão, na forma sugerida pela Junta de Corretores. A criação do pregão foi uma grande conquista dos corretores autorizados, pois reforçou sua distinção em relação a intermediários não autorizados. As operações fora do pregão eram absolutamente vedadas e sujeitavam os corretores a multas elevadas. Ademais, foi centralizada a divulgação de informações sobre as cotações no mercado secundário, assumindo o pregão a prerrogativa da formação de preços – que até então ocorria de forma dispersa e desordenada. Nesse período, alguns traços do exercício da auto-regulação pela Junta de Corretores eram observados. Mas a autonomia da classe ainda era limitada [...]

No governo republicano, por meio do Decreto nº 1.359 de 20 de abril de 1893, foi criada a Câmara Sindical, que substituiu a Junta de Corretores. Referido Decreto também determinou que o cargo de corretor de fundos públicos constituía um ofício público, e que estes passariam a ser nomeados pelo Presidente por indicação da Câmara Sindical.

A Câmara Sindical tinha algumas atribuições típicas da atividade de autorregulação que hoje são atribuídas às entidades administradoras de mercado de bolsa, como, por exemplo, a supervisão da escrituração dos livros dos corretores, a execução das garantias nos casos de falha na liquidação das operações, o controle da entrada de pessoas no recinto de negociação, a divulgação dos preços praticados nas operações, e a imposição de penalidades às corretoras que cometerem atos irregulares⁸².

Nessa época, alguns normativos passaram a utilizar a palavra “bolsa”, porém sem um sentido unívoco, designando ora o local⁸³ de reunião, ora as próprias operações, o que correspondia à confusão conceitual também presente em ordenamentos jurídicos de outro países.

informações, conforme os seus interesses, os ‘zangões’ formavam um núcleo marginal poderoso. E foi na sua luta contra os ‘zangões’ que a Junta dos Corretores passou a definir o que seria mais tarde o pregão, a criação de uma bolsa ou praça especial, estabelecendo-se um anel cuja entrada unicamente se permitia aos corretores e onde se realizariam todas as operações de fundos públicos, durante duas horas diariamente, proclamando esses, em voz alta, os preços das transações que à medida de sua realização, seriam apontadas em uma pedra para esse fim, disposta em lugar conveniente, e que possibilitasse ao público a todo momento consultar.”

⁸² O artigo 87 do Decreto 1.359 atribuía, ainda, à Câmara Sindical, dentre outros, o dever de “velar para que as corretoras se contenham nos limites de suas funções legais e de infligir censura aos atos dos corretores, quando irregulares”

⁸³ Nesses sentido, o Decreto 1.359 estabelecia que: “art. 98 - A Bolsa é o lugar, no salão da Praça do Comércio [...] art. 99 – Só aos Corretores de fundos é permitido o acesso dentro da balastrada da Bolsa [...]”

Nesse sentido, César Vivante (1910) afirmava ser difícil conceituar a palavra “bolsa⁸⁴”, em razão de ser utilizada com diferentes significados “indicando o sítio onde se reúnem todos os que desejam tratar de negócios comerciais, designa as pessoas que ali se reúnem, o conjunto de operações realizadas em certo dia e a instituição que facilita a negociação de títulos e mercadorias”.

A própria origem da palavra bolsa também nunca foi consenso entre os doutrinadores e historiadores. O mais comum é associar a origem da palavra às reuniões entre comerciantes que ocorriam na propriedade de Van De Bourse⁸⁵, na cidade de Bugres na Bélgica. “Outra origem cogitada é a *borsa*, palavra que na Itália denominava reunião (*borsa dei cittadini*) na qual se coletavam votos em uma bolsa”. Carvalho de Mendonça (1939, 282), por sua vez, após comentar algumas versões sobre o surgimento da palavra bolsa aponta que a versão mais crível é aquela que identifica o seu surgimento nas reuniões entre comerciantes portugueses realizadas em torno de uma bolsa, na qual eram depositados os recursos utilizados nas transações.

A primeira bolsa oficialmente instituída foi a Boure de Paris, criada em 1141 por Luiz VII, sendo regulamentada em 1304⁸⁶. Carvalho de Mendonça (1939, 281) cita que a primeira bolsa organizada seria a Bolsa da Antuérpia, fundada em 1531. Posteriormente, em 1698, foi criada a Bolsa de Fundos Públicos de Londres⁸⁷. Em 1792 foi criada a Bolsa de Nova York⁸⁸.

No Brasil, em 1890⁸⁹ foi criada, em São Paulo, a Bolsa Livre que durou apenas 1 (um ano), sendo fechada em decorrência da política do encilhamento, com um discurso de Emílio Rangel Pestana⁹⁰, nos seguintes termos:

⁸⁴ Na mesma linha, Carvalho de Mendonça (1939, 278) apontava que o termo “bolsa” era utilizado para designar: “a reunião em intervalos periódicos de pessoas interessadas em realizar operações financeiras; o local de realização dessa reunião, e o complexo de operações realizadas durante suas sessões”.

⁸⁵ Conforme Villela Filho (2003, 65).

⁸⁶ Idem (2003, 65)

⁸⁷ Idem (2003, 65)

⁸⁸ Idem (2003, 69) “Em 17 de maio de 1792, aproximadamente vinte e três corretores de valores e negociantes locais firmaram um acordo para negociar entre si títulos mobiliários e cobrar de seus clientes uma comissão fixa. Conforme a lenda cultivada no mercado, os corretores pioneiros costumavam se reunir debaixo de uma árvore (buttonwood tree) em Wall Street nº 68”, o que fez com que o acordo ficasse conhecido como Buttonwood Agreement.

⁸⁹ “Em 23 de agosto de 1890, no número 2 da rua do Rosário, reuniram-se 94 corretores que atuavam independentes da ação do Estado e fundaram a Bolsa de São Paulo. Para a sua manutenção, cada sócio contribuiria mensalmente com 5 mil réis. A maioria dos sócios fundadores era composta por figuras de proa na cidade. Muitos acabavam homenageados tendo seus nomes dados a ruas e tornando-se parte da história de São

Fui iniciador da Bolsa Livre como preparo para uma Bolsa Oficial, como desejavam todos. O governo criou a Junta Comercial e a consequência seria a criação de uma Associação Comercial e uma Bolsa Oficial. Infelizmente, a eleição da Junta, cheia de protestos, como se fosse uma eleição política, provou demais a nossa pouca educação comercial; o resultado foi abandonarem a idéia de Associação Comercial e a Bolsa Oficial, a quem tínhamos de passar a Bolsa Livre. Os destroços comerciais e a falta de patrocínio fizeram com que muitos de nossos contribuintes (com honrosas exceções) faltassem com a contribuição para a sustentação desta Bolsa, vindo recair todas as despesas sobre seu Presidente. Com bastante pesar, comunico-vos que ficará de hoje em diante fechada a Bolsa, até que outros, mais felizes do que eu, tenham mais apoio para reabri-la. Abri a primeira Bolsa Livre e o acaso faz com que eu viesse a fechá-la; peço desculpas a todos, se não fiz melhor, não foi porque me faltassem boa vontade e dedicação. Está fechada a Bolsa Livre.

Em 1895⁹¹ foi criada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo que, em 1934, passou a se chamar Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, e, em 1967, Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA⁹².

Conforme afirma Luiz Eduardo Martins Ferreira (1992, 45):

até 1964, a Bolsa de Valores no Brasil era constituída sob a forma de Câmara Sindical, que era a reunião dos Corretores Oficiais de Fundos Públicos, pessoas

Paulo, como Antônio de Lacerda Franco, Antônio Paes de Barros, Domingos de Moraes, João Brícola, Joaquim Eugêneo de Lima (o criador da Avenida Paulista), Martim Buchard, Jesuíno Ubaldo Cardoso de Mello, Júlio Mesquita, Luís Berrini, Lins de Vasconcelos, Victor Nothmann. Assinaram a ata de fundação entre outros, o Barão de Tathuy, o Barão de Piracicaba e o Conde de São Joaquim (...) Rangel Pestana conduziu o primeiro pregão, que negociou 300 letras da Câmara Municipal a 96\$00 e 150 ações do Banco da Lavoura, 100 delas a 120\$00 e 50 a 117\$00. Os sócios podem freqüentar a Bolsa até 21h. Ela tornou-se o ponto de encontro do mundo financeiro, que ali se reunia para observar a movimentação, acompanhar as transações, orientar-se, avaliar e projetar negócios. As atividades de desenvolviam no pregão ou fora dele, e tudo era registrado pela imprensa. Os pregões não duravam mais do que meia hora, entre 14 e 14h30. As ofertas só podiam ser realizadas com a participação dos agentes credenciados, que pagavam imposto para poder apregoar. Para entrar no pregão, um título deveria conter 20% do capital realizado pela companhia. Os preços dos títulos apregoados podiam ser lidos em quadros-negros, chamados lousas, escritos a giz. Efetivado o negócio – e os agentes eram obrigados a sustentá-lo – comprador e vendedor firmavam-no por escrito, registrando dia e hora. A cada dia, os agentes eram obrigados a apresentar as cadernetas de registros de transações. A Bolsa Livre terminou sufocada pelas mesmas condições que estimularam seu nascimento: as confusões provocadas pelo encilhamento.” Brandão (1999, 19).

⁹⁰ Brandão (1999, 23)

⁹¹ Conforme Villela Filho (2003, 68): “Na época da proclamação da República, a cidade de São Paulo pouco significava no contexto da jovem nação. Porém como que antevendo o desenvolvimento a que estava fadado aquele centro, alguns homens esforçavam-se por convencer o governo do estado a oficializar a embrionária Bolsa Livre de Valores. Em dezembro de 1894, conseguiram a aprovação de uma tabela de corretagem, passo inicial para a criação dos primeiros cargos de corretores de fundos públicos”. Nessa época, 1985, as ofertas e os negócios realizados na bolsa eram registradas em enormes quadros-negros de pedra. Daí a expressão “colocar a oferta na pedra”.

⁹² Conforme “história da bolsa” disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/quem-somos/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em: 20/12/09. Conforme Villela Filho (2003, 120): “Fundada em 23 de agosto de 1890, a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA tem uma longa história de serviços prestados ao mercado de capitais e à economia brasileira. Até meados da década de 60, a BOVESPA e as demais bolsas brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretores nomeados pelo poder público”

físicas que, em caráter vitalício detinham a exclusividade de intermediar as operações realizadas na bolsa, assim como as operações de câmbio.

No Brasil, portanto, a bolsa de valores até meados da década de 1960 tinha maior relevância para negociação de fundos públicos e contratos de câmbio. Sua importância como fonte de captação para empresas de capital aberto se revelará mais tarde, após o desenvolvimento econômico brasileiro registrado a partir da década de 1950 e a inserção do Brasil na economia industrial.

Enquanto isso, nos países de economia industrial e capitalista, em que as empresas privadas passaram a ser a força motriz da economia, embaladas pela forte aceitação dos ideais liberais pelos governos e pela sociedade civil, as bolsas já haviam assumido importante papel para a captação de empresas e para a formação de preços dos valores mobiliários por elas emitidos. Nos EUA, com o *american way of life* balizado pelo consumismo, construção de grandes prédios e exportação de produtos para a Europa devastada após a primeira guerra mundial, a atividade industrial se desenvolvia a todo vapor e a teoria economia capitalista liberal parecia se concretizar perfeitamente, com forte produção, consumo e investimento em ações. As bolsas de valores norte-americanas, em especial a bolsa de Nova York refletia esse cenário de otimismo com as cotações das ações em forte alta. O movimento de alta, porém, foi abalado por uma crise de superprodução, que frustrou as expectativas de lucros empresariais, ocasionou demissões e desemprego, seguida de forte especulação na bolsa, com investidores vendendo ativos a descoberto para comprar, posteriormente, ainda mais barato se aproveitando do movimento de queda da cotação das ações.

Durante a forte crise de 1929, que ficou conhecida como o *crash* da bolsa de Nova York, em que em apenas dois dias de pregão as ações das principais empresas despencaram, perdendo aproximadamente U\$ 30 milhões de valor de mercado, voltaram-se as atenções públicas em torno do debate sobre o funcionamento livre *versus* a necessidade de regulação desse importante mercado.

O Estado norte-americano presidido por Franklin Delano Roosevelt, inspirado nas teorias econômicas de John Maynard Keynes, que três anos antes do *crash* da bolsa, em 1926, havia publicado uma pequena obra chamada *The end of laisses faire*, passou a adotar algumas medidas estatais destinadas à superação da crise, que ficaram conhecidas como *New Deal*.

Dentre as principais medidas econômicas, destacam-se o controle governamental dos preços de diversos produtos industriais e agrícolas, concessão de empréstimos para financiar a produção agrícola, realização de um grande programa de obras públicas e criação de seguro-desemprego.

O Estado passou, também, a regular o mercado de valores mobiliários, por meio do *Securities and Exchange Act* de 1934⁹³, conhecido como “the truth in securities” que criou a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e legitimou o poder de autorregulação das bolsas de valores, como *self-regulatory organization*, cujas principais atribuições, nessa qualidade, são a criação de regras para punição de intermediários em razão de condutas ilegais ou impróprias, a garantia da integridade do mercado e a proteção do investidor.

Conforme lição de Comparato (1985, 51):

de fato a formidável crise de 1929 veio demonstrar a inadequação da estrutura de funcionamento das bolsas de valores como meras associações privadas e a necessidade absoluta de mudança de seu estatuto jurídico. Como observou William O. Douglas quando à testa da SEC, antes de ser nomeado para a Suprema Corte: ‘operating as a private-membership associations, exchanges have always administered their affairs in much the same manner as private clubs. For a business so vested with the public interest this traditional method has become archaic.

No Brasil, em 1953, foi editada a primeira norma que tratou da bolsa como “órgão auxiliar do poder público”. Trata-se da Lei nº 2.146 de 29 de dezembro de 1953. Em seu artigo 1º, referido normativo estabelecia que: as bolsas eram “[...] órgãos auxiliares dos poderes públicos na fiscalização dos lançamentos de emissões de títulos, por subscrição pública”.

Nesta época, início da década de 1950, o mercado financeiro brasileiro se encontrava num período de crescimento, com o governo de Juscelino Kubitschek e seu lema desenvolvimentista de crescimento “50 anos em 5”, com o objetivo de assegurar o progresso

⁹³ Conforme Lorena Dutra (2008, 98): “a crise [*crash* de 1929] foi sucedida pelo início de uma investigação no Congresso americano, em um dos comitês do Senado, com o objetivo de apurar as causas da desvalorização dos preços dos valores mobiliários ao longo da crise, bem como apresentar propostas legislativas que pudessem evitar um novo *crash*. O comitê afirmou ter encontrado indícios de manipulação de preços de ações e títulos da dívida, uso de informação privilegiada, práticas fraudulentas perpetradas por administradores de companhias, omissão de informações relevantes ao público e outros abusos. Os indícios colhidos pelo comitê foram extremamente desfavoráveis para a NYSE e formaram um contexto político propício para uma grande reforma, em especial por conta da grande repercussão junto ao público das investigações no Congresso. Ainda que sejam considerados por estudiosos do período como ‘improdutivos’, os trabalhos no Senado foram decisivos para a aprovação da legislação que se seguiu à crise de 1929. Colaborou para uma postura de maior controle das atividades das bolsas e a prisão do então Presidente da NYSE, por prática de fraude.”

econômico do Brasil através do Plano de Metas que priorizava os setores básicos da economia (estoque de capital) como transporte, educação e indústria.

O desenvolvimento atingido neste período demandava a estruturação do Sistema Financeiro Nacional, o que ocorreu durante o regime militar instaurado em 1º de abril de 1964, após o golpe que depôs o então presidente João Goulart.

O golpe militar foi realizado num período de contraste entre o crescimento e modernização da economia advindo da política do “presidente bossa-nova”, Juscelino Kubitschek e a crise social, ocasionada, entre outros motivos, pela ausência de um planejamento social.

Com efeito, a política de JK havia resultado na modernização da economia, na inserção do Brasil no cenário do desenvolvimento industrial (em especial, eletrodomésticos, e automóveis) e no aumento da participação do capital estrangeiro, sobretudo norte-americano, no mercado brasileiro⁹⁴.

Apesar disso, o crescimento econômico não foi acompanhado de um planejamento social eficaz, gerando, conseqüentemente, desigualdade e insatisfação social, culminando com os movimentos de desobediência civil, manifestados, sobretudo, por greves em diversos setores da economia, eclodidas, principalmente, no início do governo de João Goulart.

O governo militar, instaurado após o golpe, priorizou retomar a política de “desenvolvimento” de JK e combater, de forma sabidamente ilícita, as manifestações populares que ameaçavam a estabilidade econômica.

Pelo enfoque econômico, o governo militar procurou organizar e estruturar o mercado financeiro, por meio de instituições disciplinadas pelas Leis 4.595/64 e 4.728/65.

As principais disposições da Lei 4.595/64 referem-se, de forma geral, à estruturação do Sistema Financeiro Nacional e à criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, estabelecendo suas respectivas competências e forma de administração.

A Lei 4.728/65 de 14 de julho de 1965, por sua vez, é considerada como um importante marco institucional na evolução das bolsas de valores no país⁹⁵, tutelando de forma específica o mercado de capitais, disciplinando, dentre outras, as seguintes matérias: a) constituição do mercado de distribuição de títulos e valores mobiliários; b) constituição,

⁹⁴ salvo nos setores como petróleo, transportes e produção de aço.

⁹⁵ Conforme Lorena Dutra (2008, 117).

organização e funcionamento das Bolsas de Valores; c) constituição, organização e funcionamento das Sociedades Corretoras das Bolsas de Valores; d) regulamentação das atividades de intermediação, subscrição e distribuição de valores mobiliários; e) meios de acesso ao mercado financeiro e de valores mobiliários; f) títulos e valores mobiliários passíveis de serem emitidos por participantes deste mercado e g) constituição das sociedades anônimas, das associações e dos fundos de investimento.

A Lei 4.728/65 atribuiu ao BACEN a competência para conceder as autorizações necessárias para o funcionamento das bolsas de valores no país e atribuiu ao CMN o poder de regulamentar as bolsas de valores, estabelecendo regras sobre suas condições de constituição, extinção, forma jurídica, organização e funcionamento. Ainda em relação às bolsas, o art. 6º da referida norma dispõe que as Bolsas de Valores terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial. Vale ressaltar que a Lei 4.728/65 não qualificou a bolsa como “órgão auxiliar” dos poderes públicos, tal como fazia a legislação anterior (Lei nº 2.146/53).

2.2.2. Autorregulação nas bolsas mutualizadas

Em cumprimento às suas atribuições legais, o CMN editou a Resolução nº 39 de 20 de outubro de 1966 que disciplinou de forma detalhada a matéria que lhe cumpria regular em relação às bolsas de valores. Dentre as diversas disposições, a Resolução determinou a obrigatoriedade de constituição das bolsas como associações civis, a obrigatoriedade de existência de um Conselho de Administração, composto por oito pessoas, sendo um o próprio superintendente geral, seis representantes dos membros e um indicado pelas companhias abertas, sendo da competência do conselho, entre outras matérias, aplicar penalidades para os membros faltosos.

Conforme afirmou Mattos Filho (1986, 30-31), a respeito das disposições da Lei 4.728/65 e da Resolução CMN nº 39 sobre a estrutura das bolsas de valores: “é importante notar que a partir de tal data deixam elas de ser o *locus* das operações de títulos governamentais, bem como das operações de câmbio, e passam a se dedicar com exclusividade às operações com valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas”.

Nessa época, as bolsas de valores se consolidam como estruturas mutualizadas, no formato jurídico de associações civis de sociedades corretoras, as quais eram, ao mesmo tempo, proprietárias e usuárias da bolsa. Um regime tipicamente mutualizado, que vinculava o acesso ao ambiente de negociação à admissão como associado da bolsa, mediante a aquisição de título patrimonial, ou de carta patente, além do cumprimento de determinados requisitos técnicos e de idoneidade. O acesso da sociedade corretora ao ambiente de negociação decorria, portanto, de seu *status* de associado, de uma relação estatutária entre associado e associação.

A participação no capital da bolsa garantia à sociedade corretora o direito de acessar os ambientes de negociação, bem como o direito de votar nas assembléias gerais elegendo os membros do conselho de administração, composto por oito pessoas, das quais 6 (seis) eram corretores, um era o próprio superintendente e um membro deveria ser representante das companhias abertas. Dentre outras competências, o conselho de administração tinha poderes para estabelecer as regras de funcionamento da bolsa e punir seus infratores.

Na estrutura de bolsa mutualizada era evidente a representação aparente do conceito de autorregulação pela identidade entre regulado e regulador, ou entre supervisionado e supervisor, o que, conforme anteriormente comentado, já ocorria desde a época da Junta de Corretores.

Nesse formato, são também evidentes os conflitos de interesses⁹⁶ no exercício da função de autorregulação, uma vez que estes podem tender a criar regras em benefício próprio ou relaxar nos deveres de supervisão a fim de evitar a punição de seus pares.

Nesse sentido, o Relatório do Comitê técnico da IOSCO (2001, 7) apontava que:

Is not a new observation that exchanges, which have historically operated as self-regulatory organizations, are subjected to conflicts of interest. Conflicts arise because the members are being asked to: a) set rules in the public interest that may negatively affect their own commercial interests; and b) monitor and enforce these rules against each other.

⁹⁶ Dessa forma, as regras das bolsas eram criadas pelos próprios regulados, uma vez que a maioria dessas regras, salvo aquelas relativas aos emissores dos ativos admitidos a negociação, eram destinadas e aplicadas aos próprios corretores. Além disso, eram os próprios corretores, integrantes do conselho de administração da bolsa, que deveriam punir seus pares em caso de infração às regras de mercado. Evidencia-se, nesse sentido prático, o conceito de autorregulação, em que é o próprio regulado ou supervisionado que faz a regra e supervisiona o seu cumprimento.

Por outro lado, o ponto positivo da estrutura mutualizada é a especialidade e conhecimento técnico dos corretores para regular os assuntos do mercado bursátil. Nesse sentido, as vantagens da autorregulação são assim resumidas por Hughes (2006, 18):

the common advantages associated with self-regulating entities are: (i) their ability to utilize industry expertise; (ii) the potential for higher standards than may be imposed by law; (iii) potentially greater compliance with mutually agreed rules set by peers than with externally imposed requirements; and (iv) their greater flexibility and responsiveness to market forces.

Em síntese, as principais regras da bolsa se relacionam com: a admissão e exclusão de corretoras associadas; o acesso ao ambiente de negociação; os ativos admitidos à negociação; a forma de negociação e custódia dos ativos; a divulgação de informações; as condutas proibidas e permitidas no pregão; o relacionamento com investidores; a proteção aos investidores e a punição para os casos de descumprimento das regras.

Além da regulação, as bolsas também estabelecem mecanismos de supervisão e fiscalização das operações realizadas em seus ambientes.

Antes da implementação de sistemas eletrônicos pelas bolsas de valores, que se iniciou a partir de 1970 com a utilização de cartões perfurados⁹⁷, todos os negócios eram realizados no pregão “viva voz” e registrados em boletos, conferidos manualmente pelo Diretor de Pregão que depois os encaminhava para o departamento responsável pelo registro das cotações. Essa dinâmica dificultava a supervisão das operações que era baseada, sobretudo, na atenção e velocidade do Diretor de Pregão e de funcionários da bolsa que circulavam no pregão verificando se os operadores estavam cumprindo com as regras de conduta.

Ainda hoje algumas bolsas⁹⁸ possuem pregão “viva voz”, apesar de que a grande maioria das negociações são realizadas em sistemas eletrônicos de negociação, sendo que mesmo as negociações realizadas no pregão viva voz são registradas em meio eletrônico facilitando a sua supervisão por meio de *softwares* padronizados para identificar operações suspeitas

⁹⁷ Os cartões perfurados permitiam o registro eletrônico das negociações, mas a implementação do pregão automatizado com disseminação de informações em tempo real foi implantada em 1972, e o sistema eletrônico de negociação (CATS) foi implantado pela BOVESPA apenas em 1990 que funcionava em paralelo ao pregão viva-voz. Conforme “história da bolsa”, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/quem-somos/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em: 20/12/09

⁹⁸ Por exemplo, a bolsa de Nova York (NYSE). O pregão viva voz da BOVESPA foi encerrado e integralmente substituído por sistema eletrônico de negociação, conhecido por MegaBolsa, em 2005, e o pregão viva voz da BM&F foi desativado em 1/07/09. (Idem).

O período de 1968 a 1974 ficou conhecido como o período do “milagre econômico” com grande crescimento da economia, em razão, sobretudo, de grandes investimentos em estoque de capital. Paradoxalmente, foi a época na qual o Brasil, assim como ocorrido em outros países da América Latina (Chile e Argentina) sofreu uma verdadeira “terapia do choque”, para usar as palavras do livro “A doutrina do choque – a ascensão do capitalismo de desastre” de Naomi Klein (2008) que retrata, de forma aparentemente fidedigna, a história de correlação entre as doutrinas econômicas da Escola de Chicago capitaneadas por Milton Friedman e seu discípulo Friedrich Hayek e as atrocidades cometidas por regimes militares que adotaram a doutrina econômica neoliberal, em especial nos países da América Latina.

A disponibilidade externa de capital e a determinação dos governos militares de fazer do Brasil uma "potência emergente" viabilizam pesados investimentos em infraestrutura (rodovias, ferrovias, telecomunicações, portos, usinas hidrelétricas, usinas nucleares), nas indústrias de base (mineração e siderurgia), de transformação (papel, cimento, alumínio, produtos químicos, fertilizantes), equipamentos (geradores, sistemas de telefonia, máquinas, motores, turbinas), bens duráveis (veículos e eletrodomésticos) e na agroindústria de alimentos (grãos, carnes, laticínios). No início da década de 70, a economia apresenta resultados excepcionais, com o PIB crescendo a 12 %, e o setor industrial a 18% ao ano.

Em relação à bolsa de valores, o período começa com um forte aquecimento no volume negociado e com uma grande elevação no valor das ações. Isso porque, além das melhorias macro-econômicas, foram tomadas uma série de medidas incentivando o investimento em ações⁹⁹, em especial por meio de incentivos fiscais. O resultado foi que, em 1969, o índice IBV da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro valorizou-se 484% em relação ao

⁹⁹ Conforme Lorena Dutra (2008, 121): “dentre eles [incentivos] a redução no imposto de renda sobre dividendos [decreto-lei 401 de 30/12/68 e decreto-lei 427 de 8/01/69] a criação de incentivos para uso de parte do imposto de renda a pagar para a aplicação em fundos de investimento, a isenção de imposto de renda sobre a incorporação de reservas ao capital social e as mudanças na tributação dos investimentos em renda fixa, o que lhes diminuiria a rentabilidade [...] em 1970 novas medidas foram adotadas, em especial na regulamentação dos fundos de investimento [Resolução CMN 145/70 que estipulou uma aplicação mínima de 50% dos recursos dos fundos de investimento em ações] e no regime dos chamados ‘fundos 157’, o que implicou um aumento vertiginoso no volume de operações das bolsas.” Essas medidas de incentivo, em especial as decorrentes de incentivos fiscais, são criticadas na medida em que por serem artificiais trazem ao mercado investidores que estão interessados muito mais em não pagar imposto do que em escolher com consciência os ativos a serem adquiridos.

fechamento do ano de 1968, e o índice da Bolsa de Valores de São Paulo apresentou valorização de 220% no mesmo período¹⁰⁰.

Entretanto, conforme registra Macarini (2006, 15) após atingir um pico de elevação em meados de junho de 1971, o valor das ações passam a sofrer forte queda de 1972 a 1974. Em razão desse movimento de forte ascensão e forte queda em menos de um ano, o período ficou conhecido como mais um caso de “bolha especulativa”, em que, em razão dos planos de incentivo, muitos investidores foram atraídos para o mercado de ações, sem o devido conhecimento e preparo para mensurar os preços dos ativos, ao passo que aproveitadores inescrupulosos se valeram da ineficiência dos controles de supervisão e fiscalização adotando práticas não eqüitativas e manipulação de preços¹⁰¹, que contribuíram para a formação e posterior “estouro” da “bolha especulativa”.

Neste cenário de crescimento econômico e de necessidade de restauração da credibilidade das bolsas de valores como instituições importantes ao desenvolvimento econômico, foram promulgadas as leis tutelando de forma específica o mercado de capitais (Lei nº 6.385/76) e as sociedades por ações (Lei nº 6.404/76).

De forma geral a Lei nº 6.385/76 introduziu, dentre outras, as normas relativas: a) à emissão, distribuição, negociação, intermediação de valores mobiliários no mercado; b) à definição de valores mobiliários; c) à criação da Comissão de Valores Mobiliários, estabelecendo a sua competência e atribuições; d) à negociação de valores mobiliários em bolsa e no mercado de balcão; e e) ao sistema de distribuição.

A Lei 6.385/76 voltou a qualificar a bolsa como “órgão auxiliar” da CVM para fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nela realizadas.

Em 22 de janeiro de 1981, foi editada a Resolução CMN nº 680, que alterou algumas disposições da Resolução CMN nº 39. Dentre outros assuntos, a nova resolução tratou da governança da bolsa, elevando o número de membros do Conselho de Administração¹⁰² para um máximo de treze membros e mínimo de nove, e estipulando que um dos membros

¹⁰⁰ Conforme Macarini (2006, 7-8).

¹⁰¹ Nesse sentido, Costa (2006, 20): “num mercado imaturo onde prevaleciam investidores individuais, assistimos a toda a sorte de práticas não equitativas, manipulações de preços, lançamento de ações de companhias sem qualquer informação confiável, transações com utilização de informações privilegiadas, emissões irregulares [...] Enfim, tivemos um surto especulativo que se assemelhou em muito aos da época do encilhamento no final do século XIX.”

¹⁰² A Resolução CMN nº 39 estipulava que o Conselho de Administração da bolsa deveria ser composto por oito membros.

deveria ser indicado pelos investidores. Além disso, a referida Resolução definiu critérios de independência para membros do Conselho de Administração. O artigo mais relevante nesse sentido, dispunha que:

Art. 10. O Conselho de Administração será integrado por, no máximo, 13 (treze) e, no mínimo, 9 (nove) Membros, sendo:

I - obrigatoriamente:

- a) 6 (seis) titulares ou administradores de firmas ou sociedades corretoras Membros da respectiva Bolsa de Valores;
- b) 1 (um) representante das companhias abertas cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na Bolsa de Valores respectiva;
- c) 1 (um) representante dos investidores;
- d) o Superintendente Geral;

II - a exclusivo critério da Bolsa de Valores, 1 (um) a 4 (quatro) Membros, conforme dispuser o estatuto social.

§ 1º Os Membros do Conselho de Administração referidos no inciso I, alínea "a", terão mandato de 3 (três) anos, e os demais, de 2 (dois) anos, à exceção do Superintendente Geral.

§ 2º 1/3 (um terço) dos Membros referidos no inciso I, alínea "a", será renovado anualmente.

§ 3º O estatuto social da Bolsa de Valores estabelecerá a duração do mandato, o número e as condições de eleição dos suplentes dos Membros do Conselho de Administração referidos no inciso I, alínea "a".

§ 4º O Membro do Conselho de Administração referido no inciso I, alínea "b", será escolhido dentre nomes constantes em lista tríplice apresentada em conjunto pelas companhias abertas, devendo o estatuto social da Bolsa estabelecer os critérios para indicação dos candidatos que ocuparão as vagas previstas no inciso I, alínea "c", e no inciso II.

§ 5º Os Membros do Conselho de Administração referidos no inciso I, alíneas "b" e "c", e no inciso II serão eleitos juntamente com os respectivos suplentes, que terão também mandato de 2 (dois) anos.

§ 6º As pessoas referidas no parágrafo anterior não poderão ser empregadas da Bolsa de Valores ou manter vínculo com firma ou sociedade corretora. Para os efeitos desta Resolução, conceitua-se vínculo como:

- a) relação empregatícia ou participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo de sociedade corretora;
- b) participação, direta ou indireta, no capital de sociedade corretora;
- c) parentesco, até o segundo grau, com os titulares ou administradores de firma ou sociedade corretora.

§ 7º Na composição do Conselho de Administração não poderá haver, concomitantemente, mais de 1 (um) Membro vinculado à mesma sociedade corretora, companhia aberta, conglomerado ou investidor institucional.

Referida disposição constitui um marco regulatório para a governança da bolsa de valores, que passa a ter em seu principal palco decisório um representante dos investidores. Apesar da maioria dos conselheiros ainda serem representantes das sociedades corretoras, referido dispositivo inicia um processo de institucionalização de melhores práticas de governança na bolsa de valores, internalizando em sua estrutura a representação de interesses que, apesar de relevantes ao funcionamento da bolsa, eram exógenos ao processo

de formação das principais decisões sobre a bolsa, em especial àquelas atinentes à sua atividade de autorregulação (criação de regras e aplicação de penalidades a sociedades corretoras infratoras¹⁰³).

Nesse sentido, ao que parece, o legislador daquela época, já previa a necessidade de se estipular arranjos institucionais que minimizassem o conflito fruto da identidade física entre regulador e regulado. Um representante dos investidores envolvido na cena de formação das principais decisões sobre autorregulação não extinguiu o conflito, já que a maioria ainda era composta por representantes das corretoras, mas, no mínimo, sobrepujava no debate a consideração dos interesses dos investidores representados por um dos membros do conselho.

Ainda na linha de aperfeiçoar as atividades de autorregulação da bolsa, em 15 de maio de 1984 foi publicada a Resolução CMN nº 922 que revogou a Resolução CMN nº 39 e, dentre diversas disposições, instituiu a possibilidade de que o objeto social das bolsas de valores incluísse a compensação e liquidação das operações realizadas e a obrigatoriedade de apuração mediante inquérito administrativo¹⁰⁴ das irregularidades cometidas pelas sociedades corretoras, por seus funcionários e prepostos, pelos próprios administradores, funcionários e prepostos da bolsa e do sistema de registro, liquidação e compensação das operações. A idéia parecia ser a de conferir à CVM maior controle sobre as atividades de autorregulação e exigir um mínimo de formalidade nas medidas de *enforcement* tomadas pela bolsa.

Em janeiro de 1984 foi constituída a Bolsa Mercantil e de Futuros (que posteriormente passou a ser denominada Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F), seu

¹⁰³ Nesse sentido, a Resolução 680 também ampliou as modalidades de pena que poderiam ser aplicadas pelo Conselho de Administração da bolsa. O artigo 11 estabelecia como competência do Conselho, dentre outras, “[...] XVI - julgar, por infração às normas que incumbe à Bolsa fiscalizar, bem como por práticas não equitativas no mercado: a) seus integrantes; b) firma ou sociedade corretora associada; b) administradores, empregados e prepostos dos respectivos associados, da própria Bolsa de Valores e da Caixa de Liquidação; XVII - impor, às pessoas físicas ou jurídicas referidas no inciso anterior, as seguintes penalidades: a) advertência; b) multa; c) suspensão; d) exclusão do associado; e) inabilitação para o exercício de cargos de Membros do Conselho de Administração e de administrador de firma ou sociedade corretora associada e da Caixa de Liquidação.” contra as decisões do Conselho de aplicação de penalidades, cabia recurso à CVM.

¹⁰⁴ Conforme disposto no art. 90 da Resolução CMN 922/84: “às Bolsas de Valores cabe proceder à instauração de inquérito e processo administrativos para apurar e julgar as infrações das normas que lhes incumbe fiscalizar, bem como práticas não equitativas no mercado.

Parágrafo 1º. Às Bolsas de Valores compete disciplinar os procedimentos a serem observados na instauração de inquérito e processo administrativos.

Parágrafo 2º. O poder disciplinar das Bolsas não exclui o da Comissão de Valores Mobiliários ou do Banco Central do Brasil.”

funcionamento, durante quase dois anos se deu sem uma regulação específica, na medida em que a Resolução nº 922/84 se restringia à regulação das bolsas de valores. Somente em 17 de setembro de 1986 foi editada a Resolução CMN nº 1.190 que em poucos dispositivos tratou da bolsa de mercadorias e futuros, limitando-se a exigir que os modelos de contratos para negociação em bolsa de mercadorias ou de futuros fossem submetidos à aprovação do BACEN ou da CVM; atribuir às duas autarquias o poder de determinar a suspensão da negociação ou da liquidação de contrato para corrigir situações anormais de mercado, em especial aquelas que possam configurar criação de condições artificiais de demanda ou de oferta, manipulação de preços, fraude e utilização de prática não eqüitativa; e obrigar a bolsa de mercadorias e futuros a fornecer informações solicitadas pelos órgãos reguladores.

Em 26 de outubro de 1989 foi editada a Resolução do CMN nº 1.656 que revogou a Resolução 922, apesar de não trazer alterações substanciais. Conforme Lorena Dutra (2008, 124):

a Resolução CMN nº 1.656/89 [...], em certa medida, tentava contornar algumas das falhas identificadas nos primeiros procedimentos de investigação do episódio [caso Naji Nahas]. Em primeiro lugar, a Comissão de Valores Mobiliários poderia determinar o afastamento de conselheiros de administração da bolsa, nos casos em que houvesse indícios de sua participação no cometimento de irregularidades no mercado, antes mesmo da conclusão do correspondente processo administrativo [...] Outros aspectos que mereceram aperfeiçoamento foram novas regras de prestação de informações pelo superintendente geral ao Conselho de Administração. Este último também passaria a ter a obrigação de impedir a realização de operações que pudessem caracterizar infrações às normas em vigor [...] As bolsas também ficavam obrigadas a manter um cadastro atualizado dos investidores, ‘com a finalidade de, a qualquer tempo, identificar o comitente final de uma operação’. O cadastro geral seria formado a partir dos dados fornecidos pelos próprios integrantes do sistema de distribuição.

A exigência de identificação do investidor final pela bolsa é, provavelmente, a alteração mais importante trazida pela Resolução CMN nº 1.656/89, que até hoje é comentada em eventos internacionais sobre regulação e autorregulação do mercado de bolsa. O conhecimento do investidor final pela bolsa facilita e robustece as atividades de supervisão e fiscalização do mercado. Em muitas jurisdições, como é o caso das bolsas norte-americanas, as bolsas não possuem a identificação do investidor final, sendo obrigadas, portanto, a solicitar às sociedades corretoras a identificação dos investidores finais, o que pode comprometer a celeridade das investigações e da identificação de operações suspeitas.

Na mesma época, e também por força dos episódios de fraudes, foi editada, em 6 de outubro de 1989, a Resolução CMN nº 1.645 que trouxe algumas disposições relativas à atividade de autorregulação das bolsas de mercadorias e futuros, determinando que estas deveriam prever em suas normas internas mecanismos para evitar a ocorrência de situações anormais de mercado, que configurassem infrações a normas legais ou regulamentares, ou que caracterizassem práticas não equitativas, fraude ou manipulação, cientificando os órgãos reguladores das infrações detectadas, bem como que promovessem a fiscalização de seus associados, mantendo à disposição dos órgãos reguladores os resultados das investigações realizadas.

Em 28 de janeiro de 2000, o CMN editou sua última norma sobre organização e funcionamento das bolsas de valores, cuja competência, por força da Medida Provisória n.º 8, de 31 de outubro de 2001, posteriormente convertida na Lei nº 10.411 de 26 de fevereiro de 2002, passou a ser da CVM. Trata-se da Resolução CMN nº 2.690/00, cuja alteração mais significativa foi a permissão das bolsas poderem se estruturar como sociedade anônima, com fins lucrativos, conferindo maior flexibilidade à organização do capital da bolsa. Entretanto, a Resolução nº 2.690/00 não continha disposições para tratar o conflito entre finalidade de lucro e exercício da atividade de autorregulação. Além disso, a referida Resolução ainda tratava a bolsa como estrutura mutualizada, apesar de que, naquela época, a desmutualização já estava se consolidando como uma tendência internacional.

Em 31 de outubro de 2001, foi editada a Lei nº 10.303, que promoveu diversas alterações na regulação do mercado de capitais, dentre as quais, destacamos: (i) a ampliação das competências da CVM que passou a incluir a regulação da organização, do funcionamento e das operações das bolsas de mercadorias e futuros, as quais (juntamente com as corretoras de mercadorias e os operadores especiais que atuavam em seus ambientes ou sistemas de negociação) passaram a ser consideradas integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários; (ii) a disposição de que as bolsas de mercadorias e futuros e as entidades de compensação e liquidação também são órgãos auxiliares da CVM para fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nela realizadas; e (iii) a tipificação dos crimes contra o mercado de capitais.

2.2.3. Desmutualização das bolsas e a alteração na estrutura de autorregulação

A partir da década de 90, algumas bolsas de valores alteraram sua estrutura mutualizada desvinculando o acesso ao seu ambiente de negociação da participação em seu capital. Esse movimento ficou conhecido como *demutualization*, que corresponde à quebra da relação de mutualismo entre as sociedades corretoras que compartilhavam o risco da atividade da bolsa e uniam esforços e capital para mantê-la como ambiente eficiente de negociação. No processo de desmutualização, há a quebra da relação mutual entre as corretoras e a relação entre bolsa e corretores, que na estrutura mutualizada é estatutária, passa a ser contratual.

Conforme Eizirik (2008, 201):

a partir do início da década de 1990, verificou-se crescente tendência no sentido de as associações de corretores membros serem convertidas em sociedades empresariais, visando, portanto, ao lucro e adotando o tipo societário de sociedades anônimas. Este processo de transformação de associações integradas exclusivamente pelos membros registrados nas bolsas para estruturas corporativas com capital detido por acionistas foi denominado desmutualização (...) No sistema tradicional de associação, os próprios membros (corretores) são tidos como os 'donos' da bolsa, a totalidade de seus títulos emitidos e, ainda, o poder de decisão relativo à condução dos negócios da entidade. Nas bolsas desmutualizadas, por outro lado, os direitos de negociar em seu recinto não estão vinculados à titularidade das ações por elas emitidas; ao adotarem a forma de sociedade anônimas, as bolsas conferem o direito de negociação aos corretores membros que, para tanto, não necessitam deter quaisquer títulos representativos do patrimônio da bolsa, os quais passam a ser de propriedade dos investidores que adquirem ações de sua emissão. Em decorrência do processo de desmutualização, o poder de decisão sobre os negócios da bolsa é transferido dos corretores membros para os acionistas.

O efeito prático da desmutualização é, portanto, a desvinculação entre o acesso ao ambiente de negociação e a participação no capital da entidade administradora desse ambiente. Nas bolsas mutualizadas, o acesso ao ambiente de negociação somente era permitido aos titulares de frações do capital social da bolsa. Aquisição de uma determinada quantidade de título(s) patrimonial(ais) da associação civil conferia à sociedade corretora o direito de acessar o ambiente ou sistema de negociação. O ambiente de negociação era organizado e financiado pelos próprios corretores mediante a subscrição do título patrimonial e por contribuições periódicas definidas pelo conselho de administração da bolsa.

A *clearing* de ativos – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – também era mutualizada, na medida que os agentes de compensação autorizados a liquidar as operações eram sócios da CBLC e deveriam ser titulares de uma quantidade definida de ações para praticar suas atividades de liquidação.

Diversos motivos levaram à desmutualização das bolsas dentre os quais destacam-se: a racionalização da governança corporativa; a geração de liquidez para os corretores proprietários da bolsa; a competição com outras plataformas de negociação eletrônica, principalmente os chamados Alternative Trade Systems (ATS); a globalização e o movimento de consolidação entre bolsas e a busca de uma melhor estruturação para acesso a fontes de capital.

O conflito de interesses para o exercício da autorregulação, que antes era centrado na identidade física entre regulador e regulado, passou a ser qualificado como um conflito entre a finalidade lucrativa e exercício da autorregulação.

Analisando o novo conflito trazido pela desmutualização, John Carson¹⁰⁵ (2003, p. 24 a 26) propõe cinco possíveis soluções - *models for managing potencial conflicts* – para tratá-lo de forma eficiente:

five basic approaches to desing a self-regulatory system are possible, including the possibility of eliminating self-regulation: 1. retain the exchange as primary SRO; 2. exchange retains market regulation only; 3. exchange creates separate

¹⁰⁵ Sobre os conflitos de interesse provenientes da desmutualização das bolsas, Carson (2003, 3) também comenta que: “The core regulatory issue raised by demutualization is whether the conflicts of interest between business and regulatory mandates are manageable. This issue must be examined from both a business and a regulatory standpoint. It is possible for regulators and exchanges to conclude that the conflicts can be managed from a regulatory point of view, but for some exchanges to conclude that they are not manageable from a business point of view. A lot of the debate about conflicts seems to be about where to draw the line on regulatory roles. While there is no international consensus on this point, if there is any convergence of views, it appears to be that exchanges’ roles should focus on functions that are directly tied to their business activities. In general, exchanges exhibit a high comfort level with their current regulatory roles, regardless of whether they are narrow or broad. Exchanges also tend to believe they can perform their traditional regulatory functions better than anyone else – that services must be performed in-house and cannot be contracted out or transferred to public authorities. Regulators are attentive to potential conflicts and have addressed the issues, but do not want to mandate significant changes in the absence of evidence that conflicts have become a real and bigger problem. A majority of regulators believe conflicts are likely to be exacerbated in for-profit exchanges, but feel the conflicts are manageable. Regulators are aware that exchanges are increasingly focused on competition, and that conflicts are likely to become a bigger issue as a result. If exchanges start to lose market share, pressures to level the playing field will intensify quickly, especially if they are competing with markets that have minimal regulatory obligations or that free ride on others’ regulatory investments. Exchanges and regulators have employed a range of responses in order to manage conflicts of interest. While the specific mechanisms vary widely, responses fall into the following general categories: Enhance corporate governance requirements; Impose ownership restrictions; Reinforce exchange’s public interest mandate; Upgrade supervision by regulator; Strengthen exchange internal controls and management processes; Transfer regulatory functions to an independent SRO; Transfer regulatory functions to the Public Regulator.”

entity to carry out SRO functions; 4. create a single independent SRO or 5. consolidate regulation in statutory regulator.

A maioria das bolsas que se desmutualizaram e abriram seu capital permaneceram com o poder de autorregulação, adotando arranjos institucionais para conferir independência, autonomia e especialização às áreas responsáveis pela autorregulação.

A Bolsa de Nova Iorque, NYSE, em 2003, segregou as atividades operacionais das atividades de autorregulação em duas empresas subsidiárias integrais da NYSE Group Inc., companhia aberta com capital disperso no mercado: a NYSE Regulation, que é uma entidade sem fins lucrativos responsável pela autorregulação e a NYSE Market Inc., que tem por objeto realizar todas as atividades comerciais da bolsa. Solução semelhante foi adotada pela NASDAQ que segregou suas atividades de autorregulação na NASD.

Em 2007, foi criada a Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) que é uma entidade autorreguladora, também sem fins lucrativos, que incorporou as atividades da NASD e parte das atividades da NYSE Regulation relativas às inspeções nos *broker-dealers* autorizados a operar na NYSE Market. As atividades da FINRA são supervisionadas pela SEC.

Já a Chicago Mercantile Exchange optou por adotar uma segregação apenas funcional, sem a separação estrutural entre as atividades de autorregulação e as comerciais. Nesse sentido, a CME criou o cargo de *Chief Regulatory Officer* e o *Market Regulation Oversight Committee* (“MROC”)¹⁰⁶.

No Canadá, as bolsas adotaram estrutura semelhante no que tange à autorregulação pós-desmutualização. Em 2008, foi criada a Investment Industry Regulatory Organization (IIROC) que consolidou as atividades de duas outras entidades de autorregulação a Investment Dealers Association e a Market Regulation Services.

Outros países como a Austrália, Colômbia, adotaram modelo de autorregulação semelhante em que as atividades de fiscalização dos participantes de mercado foram atribuídas a uma entidade segregada das bolsas de valores.

¹⁰⁶ Conforme Eizirik (2008, 208): “No entendimento da CME, a separação funcional por ela adotada atende plenamente aos objetivos de minimizar a ocorrência de conflitos de interesses, observando que a criação de uma estrutura legal e fisicamente independente – separação estrutural – não seria adequada, na medida em que: (i) poderia reduzir a familiaridade dos reguladores com as práticas adotadas no mercado, o que contraria o próprio conceito de autorregulação; (ii) as sinergias existentes entre os setores comercial e regulatório seriam prejudicadas; e (iii) a criação de uma entidade separada juridicamente traria custos e burocracias desnecessários à bolsa.”

As estruturas dessas entidades autorreguladoras têm em comum: a finalidade não lucrativa; a administração por um conselho composto por maioria de conselheiros independentes; a especialização de suas atividades em regulação, supervisão de mercado, fiscalização de intermediários e *enforcement*, e a supervisão de suas atividades pelos órgãos reguladores.

A Bolsa de Londres, ao contrário da tendência internacional, perdeu o seu poder de autorregulação, uma vez que as atividades de regulação, supervisão e fiscalização foram atribuídas ao FSA – Financial Service Authority – órgão governamental que regula o mercado financeiro inglês.

Após analisar as soluções adotadas em diversos países no que tange ao arranjo organizacional para a bolsa desmutualizada cumprir suas funções de autorregulação, Lorena Dutra (2008, 180) chega à seguinte conclusão:

pode-se dizer que o objetivo inicial é o de tentar assegurar que os interesses comerciais da bolsa não contaminem as suas atividades como entidade autorreguladora de mercado, e que, quando houver um conflito dessa natureza, que a decisão seja de responsabilidade de uma pessoa ou órgão com independência e qualificação suficientes para sopesar os dois aspectos conflitantes (...) De forma a viabilizar o adequado tratamento da questão organizacional, o que se observa é uma tendência à segregação da área da bolsa que seja responsável pelo cumprimento das funções de auto-regulação, a fim de reduzir a influência exercida pelos acionistas ou pelos administradores responsáveis pelas demais atividades da bolsa.

Nessa mesma linha, o *Concept Release Concerning Self-Regulation*¹⁰⁷, editado pela SEC em 2004, reforça a necessidade de se estruturar a autorregulação de forma que esta não esmoreça perante os fortes interesses comerciais dos acionistas das entidades administradoras da bolsa:

Unchecked conflicts in the dual role of regulating and serving can result in poorly targeted SRO rulemaking, less extensive SRO rulemaking, and under zealous enforcement of SRO rules against members. It is also important to note that, even where an SRO structure may appear sound, successful self-regulation relies on sufficiently vigorous rule enforcement against members on the part of the SRO. If regulatory staff is disinclined to regulate members, self-regulation will fail. Thus to be effective, an SRO must be structured in such a way that regulatory staff is unencumbered by inappropriate business pressure. Pressures that inhibit effective regulation and discourage vigorous enforcement against members can arise for a variety of reasons, including member domination of SRO funding, member control of SRO governance, and member influence over regulatory and enforcement staff. In addition, the economic importance of certain

¹⁰⁷ Disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>. Acessado em 19/12/2009.

SRO members may create particularly acute conflicts, especially in light of the consolidation of some of the large securities firms.

No mercado brasileiro, a BOVESPA e a BM&F se desmutualizaram em 2007 e a estrutura de autorregulação adotada após a fusão de ambas as bolsas foi, conforme já comentado anteriormente, a atribuição das atividades de supervisão e fiscalização para a BSM, associação civil sem fins lucrativos, que, atualmente, tem como associadas a BM&FBOVESPA e o Banco BM&F.

A estrutura organizacional da BSM é composta pelo Conselho de Supervisão, Diretor de Autorregulação e uma equipe técnica especializada em supervisão de mercado, fiscalização e auditoria de participantes e condução de processos administrativos disciplinares e demais medidas de *enforcement*.

O Conselho de Supervisão tem as atribuições previstas na ICVM 461/07 para o Conselho de Autorregulação e é composto por sete membros, sendo um deles o Diretor de Autorregulação, um representante das sociedades corretoras e um representante dos agentes de custódia. Os demais membros são independentes, na forma prevista nos artigos a ICVM 461/07.

2.3. Autorregulação: identidade entre regulador e regulado?

Além da associação do conceito de autorregulação aos fenômenos naturalísticos, outro signo que marca o conceito de autorregulação no mercado de valores mobiliários é a representação aparente da identidade física entre o regulador e o regulado, ou, entre o supervisor e o supervisionado, presente, em especial nas associações de classe de profissionais e nas associações mutualizadas.

Essa representação do conceito de autorregulação está muito presente na doutrina sobre o funcionamento das bolsas de valores, em especial no período em que suas estruturas eram predominantemente mutualizadas e a autorregulação do mercado coincidia com a autorregulação da atividade de intermediação.

Entretanto, conforme anteriormente comentado, existem outros arranjos institucionais para exercício da função de autorregulação, nos quais não há a identidade entre regulador e regulado, ou supervisor e supervisionado.

O fato é que, com a desmutualização, as bolsas se distanciaram do conceito estrutural de associação profissional de corretores. É nesse aspecto que se evidencia que a autorregulação é do mercado e não mais de uma determinada classe de profissionais. Tanto que em alguns países há a desintermediação, no sentido de prescindir da atividade do intermediário nas negociações bursáteis¹⁰⁸.

O objetivo da autorregulação, muito mais do que simplesmente aprimorar as práticas de intermediação, é preservar a integridade do mercado de forma que sejam mantidas as condições necessárias para a justa formação do preço dos ativos nele negociados.

Com o aprimoramento dos mecanismos de governança corporativa para coordenação e tratamento de conflitos de interesse, a institucionalização da autorregulação tem se distanciado, cada vez mais, da identidade entre regulador e regulado, que outrora permeava o conceito de autorregulação.

A atividade de intermediação é, atualmente, elemento importante do mercado, mas não o esgota. Ao revés, conforme já afirmado, em alguns países a negociação bursátil se dá sem a presença da figura dos intermediários. Os investidores, em especial os institucionais e qualificados, negociam diretamente na bolsa, o que pode reduzir os custos de transação.

Por outro lado é notório que a autorregulação do mercado repercute nas atividades dos intermediários, na medida em que estes são obrigados a cumprir as regras fruto da autorregulação, bem como a se submeter à supervisão e fiscalização da entidade autorreguladora.

Assim, colocam-se questões sobre quais são os agentes de mercado que efetivamente participam do poder decisório sobre o exercício da atividade autorreguladora.

A autorregulação do mercado de bolsa é a capacidade do próprio mercado criar suas regras e se auto-supervisionar. A questão que surge é como está organizado o poder decisório sobre a criação das regras e o exercício da supervisão e fiscalização do mercado.

Antes da desmutualização as decisões sobre essas atividades eram tomadas pelos próprios intermediários, donos da entidade administradora do mercado de bolsa. Após a

¹⁰⁸ Nesse sentido, ver Lorena Dutra (2008, 208)

desmutualização, os intermediários se afastam do poder decisório sobre o exercício dessa atividade que passa a ser decidida pelos representantes dos acionistas da entidade administradora do mercado e pelos conselheiros membros do Conselho de Autorregulação.

O palco decisório principal sobre as atividades de autorregulação agora é composto, em sua maioria, por conselheiros independentes e desvinculados dos interesses dos intermediários, que representam o interesse difuso de todos os participantes do mercado.

2.4. Conceitos de autorregulação na biologia e na escola fisiocrática

Na Biologia, o termo autorregulação é associado à anatomia, ou morfofisiologia, do sistema nervoso que, juntamente com o sistema endócrino, capacita o organismo a perceber as variações do meio (interno e externo), a difundir as modificações que essas variações produzem e a executar as respostas adequadas para que seja mantido o equilíbrio interno do corpo - homeostase¹⁰⁹. São os sistemas¹¹⁰ envolvidos na coordenação e regulação das funções corporais.

A anatomia do corpo humano é estudada desde a Antiguidade, sendo creditada a Alcmeão de Crotona, filósofo pré-socrático e médico grego do século VI a.C., a primeira dissecação de um cadáver humano, tendo, a partir daí, desenvolvido uma teoria acerca da origem e dos processos fisiológicos das sensações, sugerindo que os sentidos e as funções psíquicas, a *psyqué*, estariam ligados ao cérebro. Seus estudos culminaram numa interessante definição da saúde como equilíbrio de qualidades¹¹¹, sendo a desarmonia a

¹⁰⁹ Homeostase, ou Homeostasia, é a propriedade de um sistema aberto, seres vivos especialmente, de regular o seu ambiente interno de modo a manter uma condição estável, mediante múltiplos ajustes de equilíbrio dinâmico controlados por mecanismos de regulação interrelacionados.

¹¹⁰ O equilíbrio do corpo é atingido por movimentos voluntários e involuntários, vinculados, respectivamente, ao sistema nervoso periférico somático e ao sistema nervoso periférico autônomo. O sistema nervoso somático, constituído por fibras motoras que conduzem impulsos do sistema nervoso central aos músculos esqueléticos, tem como função reagir aos estímulos provenientes do ambiente externo. O sistema nervoso periférico autônomo ou de vida vegetativa funciona independentemente da vontade humana, regulando o ambiente interno do corpo, controlando as atividades do sistema digestório, cardiovascular, excretor e endócrino. Esse sistema é dividido em sistema simpático e parassimpático, que se equilibram naturalmente. A autorregulação é comumente associada aos movimentos involuntários, mas não há uniformização dessa conceituação, havendo quem utilize o termo autorregulação para movimentos voluntários, inclusive os de repressão ou inibição dos instintos mais básicos como a fome, a sede, a paixão, a vontade de escretar.

¹¹¹ Alcmeão de Crotona criou uma tabela de pares de opostos, que funcionariam como princípio, *arché*, da natureza: limite-ilimitado, ímpar-par, unidade-pluralidade, direito-esquerdo, masculino-feminino, repouso-

causa de enfermidade. O conceito de equilíbrio visado pela autorregulação do organismo foi, posteriormente, sofisticado, sendo conceituado em 1932 como “homeostase” pelo fisiologista Walter Bradford Cannon.

O caráter naturalístico da autorregulação, evidente na área da Biologia, também foi utilizado e retomado na Economia. De fato, no âmbito econômico, a palavra autorregulação tem origem na escola fisiocrática¹¹² surgida no século XVIII, que descrevia o mercado como um organismo regido por leis naturais intrínsecas que garantiam seu funcionamento equilibrado de forma a distribuir bens e ampliar o excedente econômico por meio das relações de troca, o que se reverteria para a melhoria do bem estar dos indivíduos que interagem no mercado.

As teorias fisiocráticas inspiraram as teorias econômicas liberais, cujo expoente mais conhecido talvez seja Adam Smith, em razão de sua célebre obra *Investigação Acerca da Riqueza das Nações*, publicada originalmente na Inglaterra em 1776, que cunhou a capacidade de autorregulação do mercado com o termo “mão invisível”¹¹³, pela qual a persecução racional dos interesses egoístas dos indivíduos convergiriam, naturalmente, para o bem comum e para o equilíbrio do mercado, tomando como premissa básica o postulado de que as pressões de oferta e demanda e a livre concorrência neutralizariam temporárias concentrações de riqueza ou de lucros extraordinários.

Conforme sintetiza Vital Moreira (1997, 53):

no léxico econômico clássico a economia era auto-regulada pelo mercado, pelo que não carecia de regulação exterior. Aqui o conceito de auto-regulação aponta para o sentido do auto-equilíbrio dos mecanismos econômicos. O paradigma (...) é o da regulação ‘natural’ através da livre concorrência, prescindindo de qualquer norma exterior, ou seja, de regulação ‘artificial’. Quando Adam Smith se referia à ‘mão invisível’ do mercado como instância reguladora da economia, ou quando os neoliberais reclamam a abolição da regulação e a devolução para a autoregulação, estão a referir este sentido.

A racionalidade da tese liberal econômica, que pressupõe a autorregulação do mercado, é, portanto, fortemente associada a um caráter naturalístico, decorrente da

movimento, reto-torto, luz-sombra, bom-mau, quadrado-oblongo. Também possuía uma compreensão da imortalidade da alma, por concebê-la em eterno movimento, à semelhança dos astros e dos entes divinos.

¹¹² “Quesnay e seus discípulos foram chamados de fisiocratas e sua teoria de *Fisiocracia*, pois ela sustentava a base física ou natural de todo o processo econômico”. Nusdeo (2005, p. 59). A fisiocracia é considerada a primeira escola econômica científica.

¹¹³ “Assim, o mercador ou comerciante, movido apenas pelo seu próprio interesse egoísta (self-interest) é levado por uma mão-invisível a promover algo que nunca fez parte do interesse dele: o bem-estar da sociedade”.

inteligente utilização da metáfora: "mercado como um organismo" no qual os agentes, como partes desse organismo, atuam livremente em concorrência e suas interações geram um equilíbrio natural ao mercado.

Para os liberais, qualquer comando normativo que tivesse como objetivo reprimir ou restringir os movimentos naturais de mercado estaria fadado à ineficiência, gerando perdas econômicas e, portanto, perdas de bem-estar.

Posteriormente, a livre concorrência dos indivíduos, que é um dos pressupostos da teoria liberal, também ganha uma forte conotação naturalística com a publicação, em 1859, da teoria da seleção natural do biólogo Charles Darwin, no célebre livro *A Origem das Espécies*, no qual explica a evolução das espécies pela sobrevivência da espécie mais apta, vencedora da “luta pela sobrevivência”, colocando a concorrência entre os seres como um fato natural e inevitável.

Hebert Spencer, um darwinista do século XIX, estendeu o conceito de sobrevivência do mais apto na natureza à esfera econômica e social, publicando o famoso livro *The Man Versus the State*, no qual, em síntese, propõe que o Estado pode ser um obstáculo à evolução natural do processo orgânico do ser humano, na medida em que se estrutura, preponderantemente, sob mecanismos de proteção aos indivíduos mais fracos.

Verifica-se, portanto, que do ponto de vista semiótico o conceito de autorregulação possui forte relação com a natureza e com o equilíbrio. Essa relação, indubitavelmente, influencia os discursos jurídicos e econômicos sobre autorregulação e regulação.

2.5. Autorregulação na psicologia e na pedagogia

O termo autorregulação aparece ainda em diversos outros ramos do conhecimento, com forte caráter naturalístico¹¹⁴ e associado a movimentos de equilíbrio. Na Psicoterapia, são famosos e polêmicos os estudos de Wilhelm Reich que toma a autorregulação como um axioma central de seu pensamento, conceituando-a como a "sabedoria do corpo" que busca o seu equilíbrio dinâmico por meio de reações com uma energia vital em ritmos sucessivos de carga, tensão, descarga e relaxamento. Para Reich¹¹⁵:

a psicanálise deve pesquisar em que medida não somente a existência material imediata (alimentação, habitação, vestuário, processos de trabalho, ou seja, o modo de vida e a maneira como as necessidades são satisfeitas), mas também a chamada superestrutura social (moral, leis e instituições) afetam o aparelho pulsional [dos indivíduos].

Reich propõe que as instituições sociais e os modelos culturais que impedem que o indivíduo se autorregule conforme sua energia vital, causam patologias e desperdício de bioenergia.

Na pedagogia, os estudos da obra de Jean Piaget (1976) identificam a autorregulação com o mecanismo de “equilibração” inerente ao aprendizado. O eixo central do aprendizado, para Piaget, é a interação entre organismo e meio (objetos, informação, outros indivíduos). O processo de aprendizado se inicia com a assimilação de uma nova informação pelo sujeito. A assimilação desequilibra a estrutura interna de conhecimento que o indivíduo já possuía, estimulando-o a buscar um novo equilíbrio mediante a acomodação dessa nova informação em sua estrutura mental, concluindo, assim, o processo de aprendizado. Considerando que o indivíduo não pára de adquirir novos conhecimentos, esse processo é contínuo e marcado pela sucessão de movimentos de assimilação-desequilíbrio-acomodação-equilíbrio.

Para a escola construtivista que se baseia nos estudos de Piaget e Lev Semenovitch Vygotsky (1999), a educação deve partir do pressuposto de que as crianças e os adolescentes já possuem estruturas de conhecimento e, portanto, “não constituem tábua-rasa à qual a escola adiciona conteúdos”. Nesse sentido, o papel da educação seria o de desafiar o indivíduo a desequilibrar e equilibrar seus sistemas de conhecimento introduzindo novas

¹¹⁴ O caráter naturalístico da autorregulação lhe confere valor inquestionável. Conforme conceitua Abbagnano (2000, p. 699), para definir o termo ‘natureza’: “lançou-se mão de uma série de conceitos, dentre os quais há alguns pontos em comum. Os principais são os seguintes: 1º princípio do movimento ou substância 2º ordem necessária ou conexão causal; 3º exterioridade contraposta à interioridade da consciência 4º campo de encontro ou de unificação de certas técnicas de investigação”.

¹¹⁵ Nesse sentido, ver Reich (1998, 4/5) e (1995) e Bellini (1993).

informações, ou, simplesmente, estimular a reconstrução do sistema mediante método reflexivo, o que poderíamos chamar de uma dialética socrática contemporânea.

De fato, podemos observar que uma criança, em seus primeiros meses de vida, parece não perceber os limites entre o seu ser e o mundo. Parece que a criança não se percebe diferente da mãe e dos objetos que a circundam. Aos poucos, a criança vai adquirindo consciência corporal e percebendo os estímulos e respostas do meio às suas ações. Tal percepção parece ser conscientizada pela criança por meio da tentativa (erro e acerto). A criança internaliza os estímulos do meio e testa determinadas respostas e, conforme a reação do meio, vai formando, em sua rede neural, associações que significam o mundo por ela percebido e determinam suas respostas aos estímulos externos. Para os educadores resta a opção entre ser severo, delimitando claramente um modelo estrutural de associação mental em oposição a todas as outras possibilidades que seriam deontologicamente erradas, ou deixar a criança testar suas reações espontâneas dentro de determinada zona de permissão para que ela descubra por si só os limites do certo e errado, podendo criar novas condutas não imaginadas pelos educadores (o que seria, na linguagem da pedagogia, estimular a autorregulação).

Nesse sentido, os estudos sobre a autorregulação na pedagogia, explorando, justamente, as questões sobre o estabelecimento de limites e esferas de permissão, obviamente com as devidas adaptações de linguagem e de realidade, podem inspirar reflexões interessantes sobre os modelos de racionalidade e previsibilidade típicos da atividade reguladora e autorreguladora.

Com efeito, um dos principais desafios do jurista e do legislador contemporâneo é fazer com que o ordenamento jurídico seja atual e eficaz e ao mesmo tempo sirva de diretriz para a orientação do comportamento e condutas humanas.

Assim, por um lado, o Direito deve servir de diretriz para o comportamento humano, prescrevendo condutas, discernindo as ações proibidas das ações permitidas e estabelecendo os valores a serem seguidos pela sociedade, e, de outro lado, o Direito deve se amoldar às mudanças sociais, a fim de realmente gerar efeitos práticos e não apenas constituir “letra morta” reiteradamente descumprida pelos jurisdicionados.

Essa dupla função do Direito se assemelha, guardadas as devidas proporções, à relação entre pai e filho: os pais, por serem mais experientes, educam seus filhos,

transmitindo-lhes valores, prescrevendo-lhes condutas, proibindo determinadas atitudes e fomentando outras. Neste viés, os pais estabelecem e transmitem as regras e os valores que entendem serem os mais apropriados para proporcionar o correto desenvolvimento da personalidade dos seus filhos, e a harmonia do lar.

Porém, para desenvolver esse mister de forma eficiente, os pais devem aprender com os filhos, compreendendo e percebendo a realidade por eles enfrentada, a fim de verificar se as regras e valores transmitidos podem ser seguidos e aplicados na prática, considerando as novas características do cenário real da geração de seus filhos.

Neste sentido, para que a educação transmitida realmente atinja seu objetivo, será conveniente que os pais entendam a linguagem de seus filhos, as dificuldades por eles enfrentadas, seus comportamentos e interesses e o contexto social em que vivem. Com base em tais elementos, os pais decidirão qual será o conteúdo das regras e dos valores a serem transmitidos, quais as regras e valores que serão relativizados e quais as regras e valores que serão colocados como fundamentais e inderrogáveis.

Após a consideração e exame de todas as características básicas do cenário real, a educação transmitida possuirá um potencial de eficácia e receptividade muito mais elevado do que uma educação que seja transmitida com base em dogmas ultrapassados, em desuso e sem respaldo na realidade contemporânea.

No mesmo sentido, o regulador ao elaborar uma norma está inserido num determinado contexto de realidade social que o influencia em sua decisão de quais as regras e valores que devem ser estabelecidos na norma para que esta atinja seus objetivos (em suma, o eficiente funcionamento do mercado e a proteção ao investidor).

Se o regulador elabora a norma sem observar a realidade social na qual estão inseridos seus destinatários, esta norma já nascerá completamente injusta ou desatualizada, o que comprometerá, em muito, a sua eficácia.

Por outro lado, mesmo que o legislador considere todas as nuances da realidade social para a elaboração da norma, o fato é que essa realidade pode ser completamente modificada, relativizada, ou até suprimida, no decorrer da evolução da complexidade social, o que também acabará comprometendo a efetividade da norma elaborada.

O desafio de manter o Direito sempre atual e eficaz envolve as três perspectivas do Direito: a) seu aspecto formal, sintático (hierarquia das leis, estrutura sintática das leis,

precisão de conceitos etc.); b) seu aspecto semântico, de conteúdo (significação dos termos da norma, valores a serem empregados e estabelecidos, etc.); e c) seu aspecto pragmático, ou seja, a aplicação do Direito, o cumprimento das normas, etc.

Nesse sentido, mostra-se relevante a interação entre regulação e autorregulação, na medida em que a autorregulação está mais próxima dos fatos, podendo, dessa forma, conferir maior atualidade e, portanto, eficiência, à estrutura de regulação que a legitima.

2.6. Distinção entre autorregulação e o exercício da livre iniciativa

Conforme anteriormente comentado, é comum encontrarmos na doutrina uma distinção entre os conceitos de autorregulação mandatória, ou “autorregulação de base legal”¹¹⁶ que seria a autorregulação imposta pela lei (a própria legislação impõe que determinada instituição privada adote uma estrutura de autorregulação) e a autorregulação voluntária ou “autorregulação de base voluntária ou privada”, que se forma pela livre contratação de agentes privados.

Em nosso entendimento, a chamada “autorregulação voluntária” nada mais é do que o exercício da livre iniciativa no âmbito do modal deôntico do “permitido”. Nesse sentido, qualquer ato de livre iniciativa que institua um padrão de conduta poderia constituir um ato de autorregulação, sendo que este será menos ou mais eficiente na medida em que congregue uma platéia de aderentes que se identifiquem com o padrão instituído e a ele adiram voluntariamente.

A utilidade da classificação, assim, em nosso entendimento, é comprometida, na medida em que não conseguimos identificar elemento capaz de distinguir a chamada autorregulação voluntária do exercício da livre iniciativa. Conservadoramente, para não se

¹¹⁶ Conforme afirma Trindade (2009, 11) “do ponto de vista de sua origem existem dois grandes sistemas de autoregulação: o de base voluntária (auto-regulação voluntária ou privada) e a que se exerce por imposição legal (auto-regulação de base legal ou pública) (...) A distinção entre o tipo de auto-regulação de que se trate é necessária, na medida em que, como destaca José Alexandre Tavares Guerreiro, as fontes de competência produzem efeitos importantes, notadamente no tocante aos instrumentos jurídicos utilizados para coibir violações às normas editadas. No campo da auto-regulação voluntária, tais instrumentos estão fundados no direito privado, em especial em medidas contratuais, tais como a imposição de multa e, no limite mais extremo, a expulsão da associação do participante que tenha infringido as regras associativas”.

vulgarizar o conceito de autorregulação do mercado de bolsa, melhor seria não utilizar a palavra autorregulação para nomear o exercício da livre iniciativa.

Os movimentos de vulgarização de um instituto, entretanto, nem sempre têm efeito nocivo, posto que permitem pensar o instituto sobre outras óticas e explorar novas formas de raciocínio que contribuem para o aperfeiçoamento das estruturas do instituto. Porém, esse efeito benéfico da vulgarização dos institutos existe apenas enquanto seus elementos essenciais não sejam esvaziados.

Nesse sentido, o importante é evitar que a vulgarização do conceito de autorregulação do mercado de bolsa a afaste de sua proximidade com a regulação, retornando ao clássico antagonismo entre teses liberais e intervencionistas que, conforme já salientamos, entendemos ter sido, ao menos instrumentalmente, superado.

Tendo isso em mente, a aproximação da análise da estrutura de autorregulação do mercado bursátil com os movimentos de livre iniciativa para formação de padrões de conduta é coerente, pois nos permite revisitar o lastro da estrutura contemporânea da autorregulação do mercado de bolsa, institucionalizada e integrada à regulação e explicitar o seu objetivo que é o de melhorar as práticas de conduta e operacionalizar um mercado íntegro, justo e transparente.

De qualquer forma, para aqueles que admitem esse tipo de classificação (autorregulação de base legal e de base voluntária) é importante lembrar que na autorregulação de base legal as decisões tomadas em seu âmbito são submetidas aos regimes jurídicos público e privado, na medida em que têm natureza paraestatal (conforme se analisará no próximo capítulo), enquanto que na chamada “autorregulação voluntária” as decisões gravitam, exclusivamente, sob o regime jurídico privado.

Assim, a título de exemplo, a submissão de um intermediário ao poder de autorregulação do mercado de bolsa se dá por força de norma jurídica *stricto sensu* (Lei 6.385/76 e ICVM 461/07). Nesse sentido, não poderá o intermediário se valer do regime jurídico contratual civil para, por exemplo, alegar vício de consentimento ou qualquer outra espécie de nulidade contratual contra sua submissão às regras e ao poder de supervisão e fiscalização exercido pela entidade autorreguladora.

Já na chamada “autorregulação de base voluntária”, aplica-se o regime jurídico de direito privado, valendo, nesse aspecto, todos os institutos civis sobre vício de

consentimento e nulidades o que, de certa forma, poderá ser obstáculo à efetividade da autorregulação em momentos de crise da base voluntária que inspirou a adesão às regras e ao poder da entidade.

Conforme afirma Vital Moreira (1997, 53):

três traços caracterizam a auto-regulação. Primeiro, é uma forma de regulação e não ausência desta; auto-regulação é uma espécie de gênero regulação. Segundo é uma fonte de regulação coletiva. Não existe auto-regulação individual; a autocontenção ou autodisciplina de cada agente econômico ou empresa, por motivos morais ou egoístas, não é regulação; a auto-regulação envolve uma organização coletiva que estabelece e impõe aos seus membros certas regras e certa disciplina (A.C. Page, 1986:144). Terceiro, é uma forma de regulação não estadual [não estatal].

Concordamos com os traços caracterizadores da autorregulação referidos por Moreira, menos com a negativa de existência da autorregulação individual. Em nosso entendimento, ao se adotar a classificação da autorregulação de base voluntária, tal como defendido por esse autor, é incoerente negá-la aos indivíduos. Isto porque, conforme anteriormente explicitado, entendemos não haver distinção entre “autorregulação voluntária” e exercício da livre iniciativa, sendo que este último é peculiar não só às instituições, como também ao indivíduo.

Ainda que se alegue que a autorregulação somente aparece nos movimentos de consolidação ou institucionalização de padrões de conduta, o que pressuporia a reunião de uma coletividade, há que se lembrar que um indivíduo ou uma instituição são capazes de, isoladamente, criar e adotar um padrão de conduta que devido ao seu sucesso e eficiência para atrair investidores pode passar a ser tomado como referência (*benchmark*) pelos demais participantes de mercado e concorrentes, sem que para isso seja necessária a institucionalização formal de uma associação para regulamentar tal padrão.

Trata-se do regime de livre concorrência, em que os padrões de sucesso tendem a ser copiados e superados segundo a racionalidade maximizadora de cada agente de mercado em livre concorrência. Nesse regime, entretanto, a melhoria dos padrões obedece, exclusivamente, à vontade dos participantes e se dá de forma dispersa segundo as informações e expectativas individuais de cada agente de mercado.

No Direito¹¹⁷, a autorregulação, em seu sentido mais amplo, pode ser definida como o exercício da livre iniciativa, correspondendo à capacidade da pessoa de agir conforme seus

¹¹⁷ Utiliza-se, aqui, o termo Direito como ciência.

estímulos internos (motivação, vontade, necessidades básicas e intuição) e estímulos externos (normas jurídicas, relações sociais, padrões de comportamento, usos e costumes).

A livre iniciativa é socialmente valiosa¹¹⁸, na medida em que é ela a força motriz da sociedade que somente existe em razão da interação entre indivíduos que exercem suas respectivas liberdades.

Daí a importância da explicitação do caráter naturalístico da autorregulação, que se procurou realizar anteriormente: o indivíduo percebe estímulos internos e externos e responde a tais estímulos da forma que melhor lhe aprouver.

Em sociedade¹¹⁹, o fenômeno atua de forma semelhante: os indivíduos percebem a necessidade de se relacionarem uns com os outros e buscam o equilíbrio de seus interesses por meio da criação de instituições sociais, para estabelecer as competências e procedimentos para tomada de decisões em conjunto¹²⁰.

O exercício da livre iniciativa por grupos de indivíduos criou, historicamente, instituições sociais, tal como a família, o mercado, a igreja e o próprio Estado. Referidas instituições sociais podem ser estudadas como sistemas abertos que se inter-relacionam¹²¹,

¹¹⁸ No caso brasileiro, o artigo 1º, IV da Constituição Federal estabelece como fundamento da República Federativa do Brasil o valor social da livre iniciativa. A esse respeito Eros Grau (1997, p.222) afirma que “a livre iniciativa não é tomada como expressão individualista, mas sim no quanto expressa de socialmente valioso”.

¹¹⁹ Cabe mencionar, nesse sentido, o pensamento de Norberto Bobbio (1984, 14) ao afirmar que a doutrina democrática repousa sobre uma concepção individualista da sociedade: “Como é evidente, nenhuma concepção individualista da sociedade, seja a do individualismo ontológico seja a do individualismo metodológico, prescinde do fato de que o homem é um ser social e não pode viver, nem realmente vive, isolado. Mas as relações do indivíduo com a sociedade são vistas pelo liberalismo e pela democracia de modo diverso: o primeiro separa o indivíduo do corpo orgânico da comunidade e o faz viver, ao menos durante a maior parte da sua vida, fora do ventre materno, no mundo desconhecido e repleto de perigos da luta pela sobrevivência; a segunda o reúne aos outros homens singulares, semelhantes a ele, para que da união artificial entre eles a sociedade venha recomposta não mais como um todo orgânico mas como uma associação de livres indivíduos. Do indivíduo, o primeiro põe em evidência sobretudo a capacidade de autoformar-se; a segunda exalta sobretudo a capacidade de superar o isolamento com vários expedientes que permitam a instituição de um poder finalmente não tirânico. Trata-se no fundo de dois indivíduos potencialmente diversos: como microcosmo ou totalidade em si perfeita, ou como partícula indivisível mas componível e re-componível com outras partículas semelhantes numa unidade superior”.

¹²⁰ Novamente, vale citar Bobbio (1984, 18): “Todo grupo social está obrigado a tomar decisões vinculatórias para todos os seus membros com o objetivo de prover a própria sobrevivência, tanto interna como externamente. Mas até mesmo as decisões de grupo são tomadas por indivíduos (o grupo como tal não decide). Por isto, para que uma decisão tomada por indivíduos (um, poucos, muitos, todos) possa ser aceita como decisão coletiva é preciso que seja tomada com base em regras (não importa se escritas ou consuetudinárias) que estabeleçam quais são os indivíduos autorizados a tomar as decisões vinculatórias para todos os membros do grupo, e à base de quais procedimentos.”

¹²¹ Nesse sentido, ver Luhmann (1983).

sendo que algumas instituições podem se sobrepor a outras, como ocorre com o Estado Democrático que engloba diversas instituições sociais.

Nesse sentido, o maior exemplo do resultado do exercício da livre iniciativa dos indivíduos reunidos em grupo, é a criação do próprio Estado Democrático. Aqui, entretanto, inexistente a representação aparente do conceito de autorregulação por meio da identidade física entre regulador e regulado, em razão do sistema de representatividade e da burocracia estatal.

O Estado Democrático, nesse sentido, é uma macro-instituição social fruto da autorregulação dos indivíduos em seu conceito amplo, coincidente com o conceito da livre iniciativa. O funcionamento do Estado Democrático convive com a criação de outras instituições sociais¹²² também fruto da autorregulação que são legitimadas, taxativamente ou não, pelo sistema jurídico.

A origem do conceito de autorregulação, entendido agora como o exercício da livre iniciativa por um grupo de indivíduos que cria uma instituição social, pode ser identificada desde as civilizações antigas, com a criação da família, que durante muito tempo foi o principal centro de criação de regras de conduta¹²³, que abrangiam desde as relações morais até a organização do trabalho entre os entes familiares, principalmente nas sociedades rurais, culminando no conhecido referencial de padrão de conduta representado pelo brocardo *bonus pater familias*, sobretudo na civilização romana.

No âmbito jurídico-econômico, podemos identificar na sociedade romana antiga uma tentativa de institucionalizar as relações comerciais, por meio de normas que previam tipos contratuais fechados (basicamente a compra e venda, a troca e o comodato) com regras próprias que, caso descumpridas, permitiam ao credor executar a obrigação judicialmente. Essa institucionalização, porém, se mostrou insuficiente para tratar novas relações comerciais que passaram a ser praticadas, especialmente em razão do comércio entre

¹²² Micro-instituições, em comparação com o Estado que seria uma “macro-instituição”.

¹²³ Vale notar, que mesmo após a criação do Estado, macro-instituição em comparação com a família, o pátrio poder - expressão máxima da fonte das regras familiares - foi legitimado e preservado pelas normas estatais, constituindo um, dentre vários outros, exemplos que demonstram que a macro-instituição estatal recepciona as práticas das micro-instituições sociais, podendo legitimá-las expressa ou implicitamente, ou, em alguns casos, proibi-las.

patrícios e peregrinos estrangeiros que instituíram novas modalidades de contratação, fora das fórmulas contratuais outrora institucionalizadas na legislação civil¹²⁴.

Esse talvez seja o exemplo histórico mais distante que demonstra que mesmo nas civilizações mais antigas e menos complexas do que a contemporânea, já havia grande dificuldade de se institucionalizar, em tipos fechados, as práticas comerciais que são extremamente dinâmicas.

De qualquer forma, ainda não havia, nessa época, uma institucionalização de atividades econômicas profissionais, cujos primeiros registros são datados de outro momento histórico, com as corporações de ofício da Idade Média.

Nesse sentido, Wald e Eizirik (1986, 6) situam a noção de auto-regulação na criação dessas corporações de ofício. Segundo esses autores:

a noção de auto-regulação é bastante antiga e remonta às ‘cidades livres’ dos Séculos XI e XII, cuja emergência caracteriza os primeiros sinais de insurreição contra a ordem feudal. Como organizações centrais das cidades livres constituíam-se determinadas fraternidades, conhecidas como ‘irmandades’ nas cidades latinas e grêmios ou ‘guildas’ nas alemãs. Tais fraternidades incluíam todos os componentes de determinada corporação profissional, com vistas à autoproteção do grupo, principalmente contra as guerras entre senhores feudais (...) com efeito, as feiras – acontecimento central nas cidades livres – desenvolveram-se com pouca interferência do senhor feudal, limitada à arrecadação de impostos. Eram por outro lado, reguladas com detalhes pelos próprios mercadores, com regras estabelecendo preços, proibindo certos tipos de propaganda e proporcionando proteção aos comerciantes. Esta forma de regulação do mercado (ou auto-regulação) estava condicionada então, tipicamente, ao modo voluntário de seu estabelecimento

No mesmo sentido, Yazbek (2006, 207) afirma que:

as origens da auto-regulação, a bem da verdade, não parecem residir em um discurso ideológico de desestatização, inexistente quando da criação de algumas instâncias tipicamente auto-reguladoras, mas muito mais na necessidade natural das agremiações de, no seu âmbito, ordenarem as atividades de seus associados. Nesse sentido, a auto-regulação é fruto, inicialmente, da própria atividade associativa e da criação de instâncias administrativas nas entidades coletivas. Como esclarecem Legal e Gressaye (1938, 18) ela se afigura como resultado de um processo de institucionalização de relações meramente contratuais.

¹²⁴ Menezes Cordeiro (1997, 79) afirma que: “As necessidades do comércio a partir, nomeadamente, do III séc. a.C., ditaram, aí, uma alteração. Com um complemento da maior importância: as novas figuras eram acessíveis a civis e aos estrangeiros – peregrini – uma vez que a própria expansão comercial era actuada, sobretudo, com estranhos à cidade. Duas novidades, portanto, a consensualidade e a possibilidade de intervenção dos estrangeiros em esquemas jurídicos reservados aos cidadãos romanos, esquemas esses que, mais tarde, seriam ditos de *ius gentium*. A partir de certo estágio evolutivo, essas figuras foram, definitivamente, acolhidas no Direito – a criação do *praetor peregrinus*, em 241 a.C. terá tido, neste processo, um papel de relevo – aparecendo em momento posterior no próprio *ius civile*”.

A institucionalização da autorregulação, portanto, caminha de uma micro-estrutura, individual, para estruturas coletivas cada vez mais complexas e inter-relacionadas entre si. Esse processo evolutivo traz em seu bojo todo o desenvolvimento dos estudos sobre o funcionamento dos processos decisórios, da comunicação, da informação e da construção de modelos de governança e representação de interesses. Trata-se de uma democratização dos instrumentos de formação de padrão de conduta, combinando o individual com o coletivo.

A institucionalização da autorregulação do mercado de bolsa permite a reunião e a organização sistemática da informação, da tecnologia e da expertise necessárias para o estabelecimento de um padrão mínimo de conduta o mais homogêneo possível entre os participantes, a partir do qual cada um, em livre concorrência, poderá criar e adotar práticas ainda mais eficientes e robustas para se destacar do nível básico de atuação, visando aumentar seu respectivo *market share* na indústria de intermediação, ou, no caso dos emissores, valorizar seus ativos e sua imagem perante os investidores.

O regime peculiar à estrutura de autorregulação do mercado de bolsa, portanto, convive perfeitamente com outros regimes de autorregulação, profissional e individual, havendo, dessa forma, multiplicidade de estímulos para que os agentes de mercado adotem boas práticas de conduta. Estímulos advindos: (i) da regulação; (ii) da estrutura de autorregulação do mercado de bolsa; (iii) de associações profissionais; e (iv) do regime de livre concorrência entre os agentes.

Sob essa perspectiva, o estudo da “autorregulação voluntária” como exercício da livre iniciativa, pode contribuir para o estudo da estrutura de autorregulação do mercado de bolsa e o aperfeiçoamento das decisões tomadas em seu âmbito.

O primeiro passo, nesse sentido, é reconhecer que a estrutura de autorregulação do mercado de bolsa é um sistema aberto que se inter-relaciona com a regulação e com as práticas de mercado. Seu desafio, nesse sentido, é equilibrar os interesses público e privado e sinalizar ao mercado os padrões mínimos de conduta necessários para a integridade do mercado e para a justa formação de preços dos ativos nele negociados.

Para tanto, a estrutura de autorregulação do mercado de bolsa deve estar atenta às práticas de mercado identificando os aspectos que mereçam ser aprimorados, reprimindo fraudes e estimulando a melhoria dos padrões de conduta. A dinâmica de sua atuação, portanto, acompanha de um lado a realidade das práticas de mercado e, de outro, um

programa teleológico de melhoria dos padrões, focando, em especial, as condutas relativas a questões que representam riscos sistêmicos, operacionais e legais e aquelas envolvidas em casos concretos de infração capazes de perverter a lógica de funcionamento do mercado.

CAPÍTULO 3 – NATUREZA JURÍDICA DA ESTRUTURA DE AUTORREGULAÇÃO

Conforme anteriormente exposto, as atividades de autorregulação da bolsa são fortemente associadas ao interesse público. A própria ICVM 461/07 em linha com outros normativos históricos taxativamente associa ao interesse público a responsabilidade da entidade administradora quanto à preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados.

A Lei 2.146/53 foi o primeiro normativo que conceituou a bolsa de valores como “órgão auxiliar” do poder público. O artigo 1º da referida Lei estabelecia que “as Bolsas oficiais de Valores são órgãos auxiliares dos poderes públicos, na fiscalização dos lançamentos de emissões de títulos, por subscrição pública”.

Naquela época, porém, não havia definição clara sobre a entidade administradora do mercado de bolsa, sendo que o conceito de bolsa se confundia ora com o próprio ambiente de negociação (pregão), ora com a figura dos intermediários, ora com as próprias operações.

Conforme recorda Lorena Dutra (2008, 105), Oscar Barreto Filho chegou a propor a criação de um código de bolsa que regulasse de modo sistemático, a complexa matéria bolsista, classificando e distinguindo a organização das bolsas, a disciplina das atividades de seus corretores e auxiliares e a regulamentação das operações de bolsa.

Pontes de Miranda (1984, 419-421) enfrentava a questão da natureza jurídica da bolsa negando-lhe personalidade, e conceituando-a como “a forma mais desenvolvida, mais típica, mais funcionante, da praça”. Para este autor a bolsa seria apenas o “elemento espacial”, *locus* de realização de negócios, o que, por si só, não lhe conferia personalidade jurídica.

Contrariamente a Pontes de Miranda, Waldemar Ferreira (1963, 254) conceituava a bolsa como “instituto público, erigido por descentralização da administração pública”. Para o referido autor, na qualidade de órgão auxiliar dos poderes públicos, a bolsa apresentaria “os característicos peculiares aos chamados entes autárquicos institucionais”.

No mesmo sentido, Bulgarelli (1976, 109) entendia que as bolsas seriam “um apêndice do Poder Público, um agregado estatal disfarçado de entidade privada”. Ao contrário, defendendo a submissão da bolsa apenas ao regime jurídico privado, Mattos Filho

(1986, 34) afirma que “elas [as bolsas] são instituições privadas não exercentes de função delegada, as quais, entretanto, necessitam de autorização prévia de funcionamento, bem como são regradas em suas grandes linhas pelo Estado”.

Atualmente, segundo os termos do artigo 17, §1º da Lei 6385/76 (bolsa como órgão auxiliar da CVM) e o artigo 14 da ICVM 461/07 (responsabilidade pela preservação e autorregulação do mercado como interesse público) parece evidente que a atividade de autorregulação desempenhada pela entidade administradora de mercado de bolsa é uma atividade paraestatal. O artigo 17, §1º da Lei 6385/76 dispõe que:

às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

Conforme ensina Lopes Meirelles (2000, p. 61/62):

as entidades paraestatais são pessoas jurídicas de Direito Privado que, por lei, são autorizadas a prestar serviços ou realizar atividades de interesse coletivo ou público, mas não exclusivos do Estado. (...) As entidades paraestatais são autônomas administrativa e financeiramente, têm patrimônio próprio e operam em regime da iniciativa particular, na forma de seus estatutos, ficando sujeitas apenas à supervisão do órgão da entidade estatal a que se encontrem vinculadas, para o controle de desempenho estatutário. São os denominados *entes de cooperação* com o Estado.

É importante frisar que a qualificação da atividade de autorregulação como atividade paraestatal não significa que a entidade autorreguladora deve se submeter ao regime jurídico de Direito Público. O regime é da “iniciativa particular”, ou seja, regime jurídico de Direito Privado. Nesse sentido, Otávio Yasbek (2007, 210) afirma que os instrumentos das instituições autorreguladoras “são necessariamente distintos daqueles utilizados pela regulação estatal. Se esta última faz uso da autoridade administrativa (...) e dos correspondentes instrumentos de direito público, para a autorregulação são adotados, primordialmente, instrumentos fundados no direito privado”.

Conforme se verá mais adiante, essa ressalva talvez não se aplique a todas as funções da autorregulação, pois, no caso da aplicação de penalidades, a entidade autorreguladora está investida de poder de polícia delegado. Talvez por isso, Yasbek (2007, 210) ressalve que o fato da autorregulação adotar instrumentos fundados no direito privado “não quer dizer, porém, que a relação entre a instituição autorreguladora e o regulado seja ‘horizontal’

– não se encontram os dois e relação de mera coordenação, lado a lado, mas em relação de subordinação”. E mais adiante completa o raciocínio afirmando que: “naturalmente nos regimes em que as bolsas recebem competência por força de disposições legais específicas (competência, assim, originária da lei, e não derivada da competência do regulador), assim como naqueles em que elas detêm um *status* de auxiliares do poder público (caso em que se pode aquela competência derivada, nos limites estabelecidos pela legislação), aumentam também as possibilidades para a instância autorreguladora”.

A estrutura de autorregulação do mercado de bolsa exerce poder de polícia delegado¹²⁵. O poder de polícia, segundo Lopes Meirelles (2000, 122), é:

a faculdade de que dispõe a Administração Pública para condicionar e restringir o uso e gozo de bens, atividades e direitos individuais, em benefício da coletividade ou do próprio Estado”, devendo-se distinguir o poder de polícia originário do poder de polícia delegado, “pois aquele nasce com a entidade que o exerce e este provém de outra, através de transferência legal. O poder de polícia originário é pleno no seu exercício e consecutório, ao passo que o delegado é limitado aos termos da delegação e se caracteriza por atos de execução (...) no poder de polícia delegado está implícita a faculdade de aplicar sanções aos infratores, na forma regulamentar, pois isto é atributo de seu exercício.

Vale ressaltar, nesse sentido e conforme já mencionado anteriormente, que a sujeição dos intermediários às penalidades aplicadas pelo Conselho de Autorregulação ou pelo

¹²⁵ Lopes Meirelles (2000, 317) afirma que: “A prestação do serviço público ou utilidade pública pode ser centralizada, descentralizada e desconcentrada, e sua execução, direta e indireta (não se confunda com Administração direta e indireta). Serviço descentralizado é todo aquele em que o Poder Público transfere sua titularidade ou, simplesmente, sua execução, por outorga ou delegação, a autarquias, fundações, empresas estatais, empresas privadas ou particulares individualmente. Há outorga quando o Estado cria uma entidade e a ela transfere, por lei, determinado serviço público ou utilidade pública. Há delegação quando o Estado transfere por contrato (concessão) ou ato unilateral (permissão ou autorização), unicamente a execução do serviço, para que o delegado o preste ao público em seu nome e por sua conta e risco, nas condições regulamentares e sob controle estatal. A delegação é menos do que a outorga, porque esta traz uma presunção de definitividade e aquela de transitoriedade, razão pela qual os serviços outorgados o são, normalmente, por tempo indeterminado e os delegados por prazo certo, para que ao seu término retornem ao delegante. Mas em ambas as hipóteses o serviço continua sendo público ou de utilidade pública, apenas descentralizado, contudo sempre sujeito aos requisitos originários e sob regulamentação e controle do Poder Público que os descentralizou.” Nesse sentido, nos parece que o poder de autorregulação da entidade administradora do mercado de bolsa é um poder outorgado, porque previsto em Lei (Lei 6.395/76) e, como tal, somente poderia ser retirado por força de lei e não de ato administrativo da CVM. Porém, mais adiante em sua obra, Helly Lopes (2000, 350) restringe o poder outorgado às autarquias, fundações públicas e às empresas estatais, afirmando que: “Entre nós a outorga de serviço público ou de utilidade pública é feita às autarquias, fundações públicas e às empresas estatais, pois que a lei, quando as cria, já lhes transfere a titularidade dos respectivos serviços, e a delegação é utilizada para o traspasse da execução de serviços a particulares, mediante regulamentação e controle do Poder Público”. Assim, já nesse outro sentido, o poder de autorregulação da entidade administradora de mercado de bolsa seria um poder público delegado, até porque, apesar do poder de autorregulação estar previsto em Lei, a entidade administradora não é criada por lei, mas regulamentada por instrução normativa da CVM que por sua vez se caracteriza como ato administrativo.

Diretor de Autorregulação se dá por força de norma jurídica *stricto sensu* (Lei nº 6.385/76, integrada pelas disposições da ICVM 461/07), sendo aplicável, nesse sentido, o regime jurídico de direito público, em especial o princípio da supremacia do interesse público sob o privado, não cabendo, dessa forma, ao intermediário alegar desconhecimento das normas, ou suscitar, em seu benefício, institutos peculiares ao regime jurídico privado contratual para se furtar ao cumprimento de decisões e determinações da entidade autorreguladora.

Outra questão interessante que decorre da natureza jurídica da estrutura de autorregulação refere-se à análise dos atos e decisões da entidade autorreguladora pelo Poder Judiciário. Os atos e decisões da entidade autorreguladora do mercado de bolsa devem ser considerados judicialmente como atos paraestatais, aprovados e supervisionados por um órgão público (no caso a CVM), cabendo, nesse aspecto, se ponderar sobre os limites da revisão judicial desses atos que, em nosso entendimento, seguiriam lógica semelhante à revisão judicial dos atos administrativos.

Dessa forma, caberia ao Poder Judiciário, analisar os requisitos e princípios legais e formais do ato sem adentrar em questões sobre oportunidade e conveniência.

Aquí se abre uma questão interessante sobre o estabelecimento de padrões de conduta no mercado de bolsa. Considerando a natureza paraestatal da entidade autorreguladora, devidamente legitimada pelo ordenamento jurídico e pelo órgão regulador, parece-nos que esta tem a prioridade para determinar o conteúdo dos padrões de conduta a serem adotados no mercado de bolsa, mediante a edição de regras e o julgamento dos processos administrativos disciplinares, que, obviamente, deverão levar em conta os princípios constitucionais econômicos, as normas jurídicas e a realidade de mercado.

Nesse sentido, caso a decisão de um processo administrativo disciplinar venha a ser questionada judicialmente, não nos parece que poderá o magistrado alterar o mérito da decisão¹²⁶, nem alterar a dosimetria da pena aplicada, devendo se limitar à verificação da observância aos princípios legais e o cumprimento dos requisitos de validade, analisando, assim, a competência, a finalidade, a forma e a legalidade dos meios empregados pela entidade autorreguladora.

Conforme Lopes Meirelles (2000, 145):

¹²⁶ Modificando, por exemplo, o conteúdo do padrão de conduta, ou do dever de diligência estabelecido na decisão administrativa.

O conceito de mérito administrativo é de difícil fixação, mas poderá ser assinalada sua presença toda vez que a Administração decidir ou atuar valorando internamente as conseqüências ou vantagens do ato. O mérito administrativo consubstancia-se, portanto, na valoração dos motivos e na escolha do objeto do ato, feitas pela Administração incumbida de sua prática, quando autorizada a decidir sobre a conveniência, oportunidade e justiça do ato a realizar (...) Com efeito, nos atos vinculados, onde não há faculdade de opção do administrador, mas unicamente a possibilidade de verificação dos pressupostos de direito e de fato que condicionam o *processus* administrativo, não há falar em *mérito*, visto que toda a atuação do Executivo se resume no atendimento das imposições legais. Em tais casos a conduta do administrador confunde-se com a do juiz na aplicação da lei, diversamente do que ocorre nos atos discricionários, em que além dos elementos sempre vinculados (competência, finalidade e forma), outros existem (motivo e objeto), em relação aos quais a Administração decide livremente, e sem possibilidade de correção judicial, salvo quando seu proceder caracterizar excesso ou desvio de poder. Em tais atos (discricionários), desde que a lei confia à Administração a escolha e valoração dos motivos e do objeto, não cabe ao Judiciário rever os critérios adotados pelo administrador, porque não há padrões de legalidade para aferir essa atuação. O que convém reter é que o mérito administrativo tem sentido próprio e diverso do mérito processual e só abrange os elementos não vinculados do ato da Administração, ou seja, aqueles que admitem uma valoração da eficiência, oportunidade, conveniência e justiça. No mais, ainda que se trate de poder discricionário da Administração, o ato pode ser revisto e anulado pelo Poder Judiciário, desde que, sob o rótulo de mérito administrativo, se aninhe qualquer ilegalidade resultante de abuso ou desvio de poder.

Conforme já comentado, a natureza jurídica da bolsa já foi tema de análise de diversos doutrinadores. Inicialmente, verifica-se que o ponto central da discussão sobre a natureza jurídica recaía sobre a atividade de intermediação, que era uma atividade que dependia de autorização pública; posteriormente, o eixo da discussão passa a ser a atividade de autorregulação.

Para Wald e Eizirik¹²⁷ (1986, 16-17) “ainda que em alguns países, a legislação tenha delegado às Bolsas certos poderes de fiscalização e sobre elas exerçam as autoridades governamentais determinado nível de supervisão, tais fatos não desnaturam a natureza

¹²⁷ Nesse sentido, referidos autores esclarecem que: “(...) a Bolsa não é órgão administrativo, nem entidade de direito público, e que sua definição como ‘órgão auxiliar’ da CVM, tecnicamente imprecisa, não pode ser interpretada no mesmo sentido que a qualificação do Tribunal de Contas como órgão auxiliar do Poder Legislativo. Ao contrário, trata-se de entidade civil, pessoa jurídica de direito privado, que exerce algumas funções delegadas do Poder Público e outras próprias, estas sem qualquer interferência das autoridades administrativas. Assim, a liberdade de atuação da Bolsa é, em princípio, ampla, prevalecendo em suas atividades não ligadas ao exercício do poder disciplinar sobre os seus membros o princípio da liberdade contratual. A regulamentação administrativa das Bolsas e a definição dos atos que ela pode praticar somente se aplica no campo específico da delegação que lhe é dada pelo Poder Público, e não pode ser interpretada como uma ‘camisa de força’, inviabilizando as suas demais atividades. Órgão de cooperação do Poder Público, a Bolsa não é um serviço público, e não sofre as restrições em matéria de competência e atuação, estabelecidas pelo direito administrativo, em relação às pessoas jurídicas de direito público e, eventualmente, no tocante aos órgãos da administração indireta”.

essencialmente privada das bolsas”. Entretanto, entendem referidos autores que as bolsas de valores teriam uma natureza híbrida, na medida em que exercem “algumas funções delegadas do Poder Público e outras próprias, estas sem qualquer interferência das autoridades administrativas”.

Comparato (1985, 50-52), analisando a Lei 6385/76 e a Resolução CMN nº 922/84 (que, na época, regulava o funcionamento e a organização das bolsas), conclui que “as Bolsas de Valores, em nosso sistema de mercado de capitais, exercem um autêntico serviço público”, constituindo, “pessoas jurídicas de direito privado, incumbidas por lei – e não apenas por concessão da autoridade administrativa – do exercício de um serviço público”. Nesse sentido, podemos concluir que referido autor reconhecia a natureza paraestatal das entidades administradoras do mercado de bolsa.

Na mesma linha, Bandeira de Mello (1987, 222) ao analisar a natureza jurídica das bolsas de valores também afirma serem estas entidades “delegadas de função pública¹²⁸” submetidas, portanto, ao regime jurídico de Direito Público. Uma das consequências mais importantes dessa natureza jurídica seria a impossibilidade da bolsa alterar ou estender seus objetivos sociais de forma a desenvolverem atividades não relacionadas à administração do mercado de títulos e valores mobiliários.

Para Eizirik (1987, 130):

por autorregulação entende-se basicamente a normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado, sob a forma de regulação, nos negócios dos participantes do mercado, estes se autopolicariam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos. (...) a existência de um sistema de ‘regulação cooperativa’ entre entidade reguladora e entidades autorreguladoras pressupõe a autonomia destas últimas. Sem tal autonomia, corre-se o risco do desaparecimento da autorregulação do mercado de valores mobiliários, transformando-se a regulação exercida pela entidade governamental em administração do mercado, o que evidentemente não é desejável.

Apesar de alguns autores, acima mencionados, ressaltarem apenas a natureza da bolsa como instituição privada, parece-nos não haver dúvidas sobre o caráter paraestatal da

¹²⁸ Em sentido semelhante Villela Filho (2003, 92), ao comentar sobre a natureza jurídica do poder de autorregulação, afirma que: “o modelo mais comumente encontrado é o da auto-regulamentação, que chamaríamos aqui de ‘consentida’, ou ‘por delegação legal’, em que a autoridade pública permite que a entidade exerça o poder autorregulamentatório, mas circunscrito a determinadas regras e condições. É o que ocorre nas Bolsas de Valores brasileiras.”

atividade de autorregulação, seja do ponto de vista normativo – ante as expressas disposições legais que referem a atividade como “auxiliar da CVM” ou como “interesse público – seja, também, do ponto de vista material, ou finalista, já que as atividades se destinam à integridade do mercado e à justa formação de preços que é um valor intangível que transcende os interesses privados individuais de determinado ou determinados participantes. Trata-se de uma atividade de interesse público desempenhada por um agente privado¹²⁹ e regulado e como tal essa atividade paraestatal deve ser analisada à luz dos regimes jurídicos público e privado, garantindo sua eficiência e coercibilidade pelo regime público e sua dinâmica e celeridade com as ferramentas peculiares ao direito privado.

3.1. A interação entre regulação e autorregulação

Conforme afirma Vital Moreira (1997, 30):

a auto-regulação como modo prevalecente de coordenação global da economia pertence ao domínio da utopia. Mas não deixa de ser igualmente utópico o regresso às origens de uma economia automaticamente regulada pelo mercado ou a realização de uma economia inteiramente planificada pelo Estado. Hoje as economias são irreversivelmente mistas (...) mistas, sobretudo quanto aos seus mecanismos de regulação, conjugando o mercado, a regulação pública e a auto-regulação profissional.

O poder de autorregulação das instituições sociais pode ser legitimado pelo ordenamento jurídico de forma negativa, pela simples ausência de regulação a respeito, deixando, nesse caso, o poder de autorregulação no âmbito do modal deôntico do permitido (nesse âmbito, conforme anteriormente comentado, estaremos diante de uma autorregulação de base voluntária que nada mais é do que o exercício da livre iniciativa); ou de forma positiva, legitimando taxativamente, na norma jurídica, ou por meio de delegação pela Administração Pública, o poder de autorregulação de uma entidade privada.

Na segunda hipótese, evidencia-se a interação entre regulação e autorregulação, sendo essa última legitimada pela primeira.

Em sentido semelhante, Eizirik (1987, 124) afirma que:

ao regular determinado mercado, o Estado implica duas decisões básicas: a) não eliminar as forças do mercado, por considerar ser sua sobrevivência de interesse público; b) estabelecer, por outro lado, limitações aos participantes no mercado,

¹²⁹ Referimo-nos à entidade administradora do mercado de bolsa.

reconhecendo a existência de imperfeições e dispondo-se a eliminá-las ou pelo menos reduzi-las.

A regulação é forma de atuação do Estado na ordem econômica. É um conceito mais amplo do que a normatização, que constitui apenas uma das formas de regulação. Conforme classificação de Grau (1997, 65), o Estado pode regular a economia, por indução (criando incentivos a determinadas atividades econômicas, por meio, por exemplo, da seletividade no estabelecimento de alíquotas de impostos); por direção (estabelecendo normas cogentes), ou por intervenção, que por sua vez se subdivide em intervenção por absorção (quando o Estado assume integralmente os meios de produção, em regime de monopólio) e intervenção por participação (quando o Estado controla parte dos meios de produção, em regime de competição com empresas privadas).

Para os objetivos do presente trabalho, nos interessa mais a regulação por direção¹³⁰, uma vez que é especialmente por meio da normatização que o Estado legitima o poder de autorregulação das bolsas de valores e de mercadorias no mercado de valores mobiliários.

De qualquer forma, o termo regulação é apropriado para o presente trabalho, uma vez que a inter-relação entre o âmbito público e privado que se pretende destacar não se dá apenas no nível estrito das normas jurídicas, nas quais a autorregulação é legitimada, mas sim, no sentido mais amplo de direção estatal envolvendo a fiscalização e supervisão das entidades autorreguladoras pelo Estado, por meio dos órgãos reguladores específicos (CVM e BACEN).

Verifica-se que a interação entre regulação e autorregulação é flagrante em diversos aspectos: aspectos jurídicos, aspectos econômicos e aspectos funcionais.

No aspecto jurídico, a interação está aparente no ordenamento jurídico que legitima a autorregulação das entidades administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado e que também confere ao órgão regulador (CVM) o poder de regular a atividade

¹³⁰ Nesse sentido, Yasbek (2007, 180) afirma que: “com efeito, ao se tratar de regulação das atividades bancárias, securitárias e de mercado de capitais, se está tratando de campos tipicamente explorados por agentes privados e que, desde sempre, foram objeto de regulamentação e de controle pela Estado. Trata-se de campos em que, conforme classificação adotada por Grau [Eros Grau] (...), se desenvolve ‘atividade econômica em sentido estrito’, em que o Estado não tende a atuar diretamente, mas sobre a qual ele pode intervir. Tal intervenção se dá, predominantemente, por ‘direção’, ou seja, pelo estabelecimento de ‘mecanismos e normas de comportamento compulsório’ para os agentes que ali operam. Ao lado dessa intervenção por direção, o Estado também pode intervir por ‘indução’, criando estímulos aos agentes e procurando, assim, direcionar as atividades destes a partir de mecanismos premiais”.

autorreguladora da entidade. Do ponto de vista jurídico, portanto, a regulação legítima, normatiza e fiscaliza a estrutura de autorregulação.

No aspecto econômico, a interação entre regulação e autorregulação viabiliza uma estrutura de regulação mais barata e menos “inchada” o que, em tese, é benéfico para a população em geral que não financia, diretamente, toda a estrutura de regulação do mercado de bolsa, na medida em que grande parte dessa regulação será custeada e desempenhada pelo próprio mercado, por meio da estrutura de autorregulação.

No aspecto funcional, a interação entre regulação e autorregulação também é evidente. Trata-se do próprio funcionamento da regulação, no seu aspecto prático. Em relação à função normativa, a inter-relação se evidencia pela participação da entidade administradora nos processos de audiência pública das normas emanadas pelo órgão regulador atinentes ao mercado de bolsa, e pela edição de normas pela entidade administradora de mercado que complementam e concretizam princípios e cláusulas gerais estabelecidas nas normas do órgão regulador.

As funções de supervisão e fiscalização, por sua vez, são realizadas em conjunto entre o órgão regulador e a estrutura de autorregulação do mercado, não só por meio da constante troca de informações, com também pelos procedimentos que evitam a duplicidade da supervisão e da fiscalização. Conforme anteriormente comentado, um caso tratado pela estrutura de autorregulação poderá ser considerado pelo órgão regulador evitando a instauração de processo administrativo sancionador em seu âmbito que trate dos mesmos fatos, ou, então, reduzindo de eventual penalidade aplicada pelo órgão regulador, a pena aplicada pela estrutura de autorregulação.

CAPÍTULO 4 – CRITÉRIOS MATERIAIS PARA AS DECISÕES NO ÂMBITO DA ESTRUTURA DE AUTORREGULAÇÃO

4.1. Atual estrutura de autorregulação do mercado de bolsa como síntese entre tese liberal e antítese intervencionista

O objetivo das atividades de supervisão, fiscalização e da aplicação de penalidades no âmbito da estrutura de autorregulação é garantir a “regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado¹³¹”.

Esse “funcionamento regular do mercado” (que é uma das finalidades das atribuições do CMN e da CVM¹³² e que a estrutura de autorregulação também visa garantir) pode ser entendido, em termos de eficiência na formação de preços dos ativos nele negociados, segundo a visão neoclássica¹³³ do “mercado autorregulado conforme as forças de oferta e demanda”.

Nesse aspecto, é possível sugerir uma perspectiva de análise da atual estrutura de autorregulação do mercado de bolsa, por meio da dialética entre teses liberais e intervencionistas. Ou seja, há uma estrutura regulatória que combina controle estatal (pela CVM) e privado (pela própria entidade administradora do mercado de bolsa) e que tem

¹³¹ Artigo 42, § único, da ICVM 461/07.

¹³² O artigo 4º, inciso II, da Lei 6385/76 estabelece que: “O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações (...)”

¹³³ O conceito de “mercado autorregulado” talvez deva ser creditado aos clássicos – em especial a Adam Smith que trouxe a conhecida representação da “mão-invisível” do mercado que seria uma força natural de equilíbrio resultante da interação entre os indivíduos que perseguem seus interesses egoístas. Nesse sentido, Yasbek (2007, 9). O mesmo autor, entretanto, lembra que para os clássicos a formação dos preços era situada na chamada “ponta da oferta - o valor dos bens não decorria da natural contraposição entre a oferta e a demanda, mas sim do trabalho nele incorporado e das despesas incorridas para a sua produção”. Esta teoria do valor clássica não se aplica à sistemática de formação dos preços no mercado de bolsa que é determinada pela interação entre “oferta e procura/demanda” (mais especificamente, ofertas de venda e ofertas de compra), cuja origem, portanto, parece ser mais associada à formulação neoclássica sobre a teoria do valor, que atribui ao equilíbrio entre as forças de oferta e demanda o fator determinante da formação dos preços dos bens. Cf. Yasbek (2007, 13).

como objetivo garantir o funcionamento “natural”¹³⁴ do mercado, segundo as concepções neoliberais da livre atuação das forças de oferta e demanda para a justa formação do preço.

Conforme afirma Sztajn (2002, 241): “a modelagem legal de mercados é variada e depende, sempre, de opção por uma de duas linhas de pensamento: a liberal, que tem no funcionamento dos mercados seu eixo, e a socialista, que se interessa pela forma como funcionam. Cada uma das vertentes, resultado de opção política do legislador, determina o grau de intervenção do Estado na Economia.”

Nesse sentido, a “modelagem legal” do mercado de bolsa parece ser resultado de uma síntese entre o pensamento neoliberal e o socialista, no sentido de viabilizar, por meio da intervenção regulatória¹³⁵ do Estado, em interação com a estrutura de autorregulação institucionalizada e legitimada pela regulação, o funcionamento “regular” ou “natural” do mercado, validando, nesse sentido, a premissa de que a livre atuação dos agentes econômicos (no caso, os investidores) é a forma mais eficiente possível para se estabelecer o preço dos valores mobiliários negociados no mercado.

Conforme afirma Yasbek (2007, 12):

para a teoria econômica neoclássica, os agentes individuais agem sempre de forma racional, ou seja, procurando satisfazer suas necessidades da melhor forma possível a partir do estado de coisas que se lhes apresenta (...) O *homo oeconomicus*, porém, não age isoladamente. Sua atuação se dá em um *locus* ideal, o mercado, que permite, a partir de uma dinâmica própria a coordenação entre as condutas individuais maximizadoras, alocando os bens da forma mais eficiente possível. O funcionamento é garantido, por sua vez, pela ação maximizadora, que determina sucessivos ajustes. (...). Transplantando esse postulado neoclássico para o mercado de bolsa, a “alocação dos bens da forma mais eficiente possível” seria a justa formação dos preços e a liquidez dos valores mobiliários negociados no mercado de bolsa.

Seiça Graça (1999, 21 e 338), em estudo sobre as limitações do paradigma de mercados financeiros eficientes, reconhece a dificuldade de aplicação operacional dos modelos teóricos que fundamentam a livre atuação da oferta e demanda, diante da existência de heterogeneidade de expectativas e de informação entre os diversos agentes econômicos que nem sempre agem racionalmente, o que se evidencia pelas anomalias de preços nem sempre equilibradas pela arbitragem. Para o autor, entretanto, referidas anomalias não são suficientemente fortes para rejeitar a hipótese de eficiência do mercado para os níveis de

¹³⁴ Conforme Natalinio Irti (1997, 186): “il mercato è un organismo artificiale costruito da una scelta consapevole, da una decisione politica dello Stato. Questa è la “mano visibile” della legge”.

¹³⁵ Regulação por direção, ou, em outras palavras, normatização.

confiança habitualmente exigidos, sendo necessário desenvolver instrumentos para “aproximar a Teoria Financeira da realidade, de modo a torná-la mais operacional”. Nessa linha, o autor propõe que:

os modelos da Teoria Financeira tradicional fundamentam-se num pressuposto de comportamento racional, maximizador da utilidade inter-temporal, por parte dos investidores. Os participantes nos mercados financeiros procuram resolver problemas de maximização da utilidade dos rendimentos e da riqueza que esperam obter ao longo do tempo. Utilizam, para o efeito, expectativas quanto à distribuição de probabilidades dos rendimentos futuros que esperam obter com os seus investimentos. Essas expectativas devem ser determinadas da forma mais racional e objetiva possível, utilizando toda a informação relevante de que possam dispor. Resulta, desses modelos, um equilíbrio de mercado com expectativas racionais em que as cotações constituem uma avaliação mais precisa do verdadeiro valor dos ativos financeiros do que as avaliações privadas da grande maioria dos participantes nos mercados. É que as cotações refletem a agregação de uma multiplicidade de informação parcial dispersa entre os vários investidores, resultando num conjunto superior à informação individual maioria deles. Os mercados constituem não apenas um mecanismo de organização de trocas, mas também um mecanismo de agregação e divulgação de informação aos participantes. Mas será que estes tipos de modelos, baseados num paradigma de investidores racionais, com informação completa e transacionando em mercados sem fricções, constitui uma caracterização adequada dos determinantes que explicam a formação das cotações nos mercados financeiros? Muitos investidores continuam, hoje em dia, convencidos de que conseguem, em geral, prever a evolução das cotações, utilizando para o efeito uma grande variedade de métodos. Trata-se provavelmente, em grande parte dos casos, de um excesso de otimismo sem fundamentação objetiva. Mas a existência e frequência destes erros de percepção entre os investidores é um primeiro indício de que poderão existir outras determinantes nos processos de formação das cotações, não captadas pelos modelos baseados no paradigma de racionalidade (...) não é possível modelizar os comportamentos dos agentes económicos em toda a sua complexidade. É muito difícil mesmo para os investigadores, confirmar se uma determinada cotação corresponde, realmente, ao valor fundamental teoricamente correto, ou se existem ineficiências (...) A eficiência, nos mercados reais, é uma questão de grau, e não de verificação do conceito em absoluto.

Nesse sentido, o maior desafio é concretizar os postulados teóricos neoclássicos segundo os quais o preço mais eficiente é aquele resultante do equilíbrio entre oferta e demanda, como ponto de convergência da conduta de diversos agentes inspirados por uma racionalidade maximizadora com base na informação disponível.

Tal desafio passa pela concretização das premissas teóricas que moldam o ideal de mercado em concorrência perfeita. E a concretização dessas premissas teóricas, na prática,

se dá mediante uma complexa estrutura regulatória¹³⁶ que combina regulação¹³⁷ estatal com autorregulação do mercado de bolsa.

O professor Calixto Salomão em sua introdução à atualização da famosa obra de Fábio Konder Comparato, “Poder de Controle na Sociedade Anônima” (2005, 15-23), apresenta uma interessante crítica aos postulados neoliberais em razão de seu “determinismo”, que pretende “teorizar a realidade econômica, estabelecendo modelos e identificando modos necessários de evolução do processo econômico”. Para o renomado professor:

um dos resultados mais importantes do pensamento econômico moderno é exatamente pôr em dúvida a possibilidade de teorização do comportamento econômico. A principal razão para tanto é a convicção de que o conhecimento encontra-se disperso entre os indivíduos e que, conseqüentemente, em cada relação econômica os diferentes indivíduos vêm com diferentes parcelas, freqüentemente díspares, assimétricas de informação. Isso faz com que todo e qualquer modelo sobre o funcionamento do mercado que pretenda indicar resultados esperados ou a serem atingidos com base em ampla difusão de conhecimentos e informações esteja necessariamente fadado ao fracasso. (...) A função do raciocínio econômico parece recobrar sua característica instrumental. O conteúdo desse instrumentalismo é, no entanto, diametralmente oposto ao conteúdo do instrumentalismo Smithiano. É preciso reconhecer as diferenças de informação e poder de atuar no mercado. É preciso intervir e não deixá-lo livremente se desenvolver. Essa atuação não deve ser passiva e nem sequer se limitar a reprimir comportamentos abusivos. É preciso intervir diretamente nas estruturas que concentram o poder, estrangulam os canais de comunicação e limitam as informações dos agentes.

Transplantando essa observação geral sobre a intervenção nas estruturas, mencionada pelo professor Calixto, para o contexto do mercado de bolsa, percebemos que uma vez reconhecidas as diferenças de informação e de poder entre os diversos participantes de mercado e a inexistência de liquidez para todos os ativos negociados em bolsa (o que compromete o paradigma determinista da justa formação de preço como resultado ótimo dos movimentos livres dos agentes), a regulação e a autorregulação interferem¹³⁸ na liberdade,

¹³⁶ Conforme Rachel Sztajn (2002, 239): “se o mercado é criação do ordenamento jurídico, seu funcionamento bom ou satisfatório depende da modelagem adotada, do estímulo a certas condutas e inibição ou punição de outras para equilibrar as relações ajustadas nos mercados.”

¹³⁷ Em estudo sobre o tema, La Porta (1997) mostra que há forte correlação entre desenvolvimento de mercado de capitais e um firme arcabouço regulatório e jurídico.

¹³⁸ Nesse sentido, Tércio Sampaio Ferraz Júnior, em parecer publicado no Estado de São Paulo, 4.6.89, p. 50 (“A economia e o controle do Estado”) – *apud* Grau (1997, 208) – adverte que: “(...) o intervencionismo não se fez contra o mercado, mas a seu favor. O mercado, enquanto mecanismo de coordenação e organização dos processos econômicos e que pressupõe o direito de propriedade dos bens de produção e a liberdade de iniciativa, é mantido no intervencionismo como o princípio regulador da economia. Distinto do intervencionismo é, nesse sentido, o dirigismo econômico, próprio das economias de planificação compulsória, e que pressupõe a propriedade estatal dos meios de produção, a coletivização das culturas agropecuárias e o papel do Estado como agente centralizador das decisões econômicas de formação de preços e fixação de

atuando sobre as estruturas dos agentes de mercado, em especial sobre a estrutura da entidade administradora da bolsa e sobre a estrutura dos intermediários, determinando condutas e controles não para reduzir ou limitar a lógica de mercado, mas para viabilizá-la e concretizá-la na prática, da melhor maneira possível, evitando que a lógica de mercado seja substituída pela lógica individualista.

Conforme Nusdeo (2005, 167):

A constatação das falhas de mercado levou antes de mais nada à percepção de a sua mecânica operacional, tal como imaginada pelos clássicos, corresponder mais a um modelo simplificado do que a uma realidade facilmente encontrada a cada caso concreto. Mais específica e significativamente, deu-se a este modelo o nome de concorrência perfeita, a qual para funcionar como previsto exigiria: 1) ampla mobilidade de fatores; 2) pleno acesso a informações; 3) (...) atomização (...). A cada uma delas passaram a corresponder várias ações corretivas por parte do Estado, traduzidas em normas legais e regulamentares de todo o tipo. Escorraçado da economia pelos postulados do liberalismo, o poder público dele saiu pela porta da frente, mas acabou por reingressar gradualmente pela porta dos fundos. Ou seja, esse reingresso não foi sistemático, nem sempre conscientemente desejado, mas fruto de uma necessidade incontornável, à falta de qualquer outra alternativa para lidar com os apontados problemas. E, assim, foi-se acoplando ao processo decisório do mercado um aparelho controlador de caráter burocrático, destinado a impedir as conseqüências mais indesejáveis do seu funcionamento. Para essa nova configuração dos sistemas ocidentais foram propostas algumas denominações, como a de capitalismo regulamentar ou de regime de mercado controlado ou ainda, de neoliberalismo para indicar a permanência dos postulados liberais mas modificados para poderem levar em consideração os novos reclamos provocados pelo imperfeito funcionamento dos mercados, o qual, em última análise, implicava tolher a liberdade daqueles sobre quem recaíssem as mesmas imperfeições.

Nesse sentido, ainda que baseado em modelos teóricos dificilmente verificáveis na prática, a lógica de mercado, em especial o equilíbrio entre a oferta e demanda, parece ser a melhor opção teórica possível para a justa formação de preços dos valores mobiliários. Cabe, então, à regulação e à autorregulação do mercado de bolsa moldar a estrutura de mercado a fim de que esse funcione da forma mais aderente possível aos pressupostos teóricos que o baseiam.

Conforme inteligente comparação proposta pelo professor Salomão¹³⁹, tal como o processo civil, diante da impossibilidade de se determinar *a priori* a decisão justa para cada caso, serve como instrumento para viabilizar a decisão judicial mais justa possível, há que se criar um devido processo econômico que, diante da impossibilidade de se determinar *a*

objetivos (...) Como agente normativo e regulador, o Estado, portanto, não se substitui ao mercado na configuração estrutural da economia.”

¹³⁹ Informação obtida em aula.

priori o resultado das condutas dos diversos agentes econômicos, servirá como instrumento para viabilizar que as condutas se pautem pelas melhores práticas possíveis.

As regras de mercado e as atividades de acompanhamento e fiscalização, conforme já mencionado, em especial quando tratamos da supervisão de mercado desempenhada conjuntamente pela entidade administradora e pela estrutura de autorregulação, visam, justamente, operacionalizar os postulados teóricos neoliberais de livre atuação das forças de oferta e demanda para a justa formação dos preços, da forma mais transparente possível.

4.2. Boa-fé objetiva: informação, lealdade e confiança – pressupostos teóricos do mercado e das condutas individuais

Conforme diretrizes publicadas pela *International Organization of Securities Commissions* (“IOSCO”) os três principais objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários são: “(a) a proteção dos investidores, (b) assegurar a criação e manutenção de mercados justos, eficientes e transparentes; e (c) a redução do risco sistêmico¹⁴⁰”.

Esses objetivos, que também se encontram positivados no ordenamento jurídico brasileiro como princípios a serem observados e concretizados pela regulação do mercado bursátil¹⁴¹, têm forte relação com os deveres derivados do princípio da boa-fé objetiva que pautam todas as condutas civis e comerciais, quais sejam: os deveres de informação, proteção e lealdade.

¹⁴⁰ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/reinter/reguladoresdevalores.asp> Acessado em 20 de novembro de 2009.

¹⁴¹ Conforme art. 4º da Lei 6.385/76: O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I- estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; IV- proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) a emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; V- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII – assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Nesse sentido, os estudos sobre a boa-fé objetiva podem constituir importante fonte e critério material para a tomada de decisões no âmbito da estrutura de autorregulação, até porque seu desenvolvimento e sistematização vem sendo realizado há tempos (inclusive antes da criação do mercado de bolsa) e seus resultados repercurtem evidentemente nos sistemas que congregam interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos, como é o caso do mercado de valores mobiliários.

A atual conjuntura econômica do país, especialmente em razão da estabilização monetária (redução da inflação e da taxa de juros), bem como do movimento de popularização do mercado que vem sendo desempenhado pela BM&FBOVESPA, tem atraído cada vez mais investidores pessoas físicas ao mercado de bolsa.

Esse movimento além de agregar liquidez, atomismo e robustez ao mercado de bolsa, traz em seu bojo o acirramento da preocupação com os padrões de conduta vigentes no mercado, em especial na indústria de intermediação.

É importante que o mercado e seus participantes estejam preparados para atender, com qualidade, o crescimento da base de investidores pessoas físicas, disponibilizando a informação necessária sobre os riscos de investimento, as características dos produtos e dos mercados.

Nesse sentido, a regulação e a estrutura de autorregulação devem estimular a melhoria dos padrões de atendimento dos investidores e de divulgação de informações, punindo condutas que não se pautem pelo cumprimento dos deveres de lealdade, proteção e informação.

Por outro lado, é necessário evitar a criação de um sistema protecionista que desestime a diligência do investidor, acarretando o conhecido “risco moral” (*moral hazard*¹⁴²), segundo o qual na presença de mecanismos protecionistas, os agentes tendem a reduzir os seus deveres de cuidado e diligência.

Isso porque, no mercado de bolsa, em que o risco é elemento essencial, é crucial a diligência dos investidores. A atração de investidores não cautelosos em razão de um sistema protecionista desvirtua a própria premissa teórica de mercado eficiente em que os

¹⁴² Sobre o “risco moral”, Yasbek (2007, 44) aponta que: “o *moral hazard* ou risco moral (como a expressão é traduzida por alguns) (...) surge historicamente, da análise das relações entre seguradoras e segurados. Isso porque se pode, nos contratos de seguro, verificar que, por estarem resguardados, os segurados tendem a reduzir seus cuidados normais em relação ao interesse protegido.”

preços são resultados do equilíbrio entre forças de oferta e demanda advindas de ações racionais de investidores.

Além disso, é importante considerar que a integridade do mercado de bolsa depende de regras rígidas sobre controle de risco e cumprimento dos compromissos assumidos em cada operação. Nesse sentido, há diversas regras que restringem direitos do investidor e que são fundamentais para a integridade do sistema. São regras relativas à possibilidade de execução forçada de garantias oferecidas ao sistema, à possibilidade do intermediário recusar a execução de ordens dadas pelo investidor, à possibilidade do intermediário liquidar, sem aviso prévio, posições do investidor que estejam representando risco elevado, dentre outras disposições, em relação às quais o investidor deve estar atento.

Esse aspecto se afigura ainda mais importante uma vez que, em razão dessas regras serem destinadas à integridade do mercado e à preservação da boa-fé num sistema de negociação em que as contra-partes não se conhecem, não há espaço para se anular operações por vícios de consentimento em razão de defeito na prestação de informações. Caso haja algum problema grave de comunicação entre intermediário e investidor que tenha gerado vício de consentimento na realização de alguma operação bursátil, a questão deve ser resolvida em perdas e danos, mas, jamais, pela anulação do negócio.

O princípio da boa-fé permeia o mercado de bolsa, tanto do ponto de vista das relações estabelecidas entre intermediário e investidor, como, também, do ponto de vista do próprio funcionamento do mercado de bolsa. Isto porque os sistemas de negociação prestigiam a boa-fé, no sentido de que aquele que cumpre com sua obrigação necessariamente deve receber a contraprestação. Quem compra recebe o ativo e quem vende recebe os recursos financeiros, diretamente do sistema de negociação, sem conhecer a contra-parte. A entidade administradora do mercado de bolsa é, nesse aspecto, por si, ou por terceiro por ela contratado, a contraparte central garantidora de todas as operações cursadas em seus sistemas de negociação e como tal, deve exigir todas as salvaguardas e garantias necessárias para honrar esse compromisso. As garantias são exigidas pela bolsa dos intermediários e esses, por sua vez, as exigem de seus respectivos clientes-investidores.

É evidente, portanto, a necessidade de que os investidores compreendam o funcionamento do mercado bursátil e tenham a devida informação sobre os riscos e

características das operações, as quais, uma vez realizadas, não poderão ser anuladas por vício de consentimento.

Nesse sentido, os estudos sobre a boa-fé objetiva podem auxiliar na tomada de decisões em casos concretos analisados pela estrutura de autorregulação em que estejam em jogo, de um lado, a diligência necessária a ser exigida da indústria de intermediação e dos emissores para o correto atendimento dos investidores e, de outro, o estímulo à cautela do próprio investidor para que este realize suas operações de forma consciente, com base racional e fundamentada, ciente dos riscos existentes, evitando entrar em operações que não entende, ou confiar a administração de seus recursos a pessoas não autorizadas para tanto.

A estrutura de autorregulação cumpre papel fundamental para estabelecer padrões de condutas mínimos exigidos no que tange ao cumprimento do dever de informação, lealdade e proteção. Essa delimitação do padrão de conduta ocorre tanto nas normas fruto da autorregulação, como, também, no julgamento dos processos administrativos disciplinares.

Para tanto, a estrutura de autorregulação pode se valer, com as devidas adaptações à realidade do mercado de bolsa e seu regime jurídico específico, de todo o repertório doutrinário construído em matéria de direito consumerista e dos deveres derivados do princípio da boa-fé objetiva.

Sintaticamente, a boa-fé objetiva pode ser entendida como o adjunto adverbial de conformidade do mandamento geral prescrito pelo Direito para conciliar o interesse individual com o interesse coletivo, qual seja: “as pessoas devem agir segundo a boa-fé objetiva”, o que pode ser traduzido, com outras palavras, da seguinte forma: “as pessoas ao agirem não podem causar dano a ninguém”.

Nesse sentido, é esclarecedora a conceituação proposta por Martins Costa (2000, 411):

(...) por boa-fé objetiva se quer significar – segundo a conotação que adveio da interpretação conferida ao parágrafo 242 do Código Civil alemão, de larga força expansionista em outros ordenamentos, e, bem assim, daquela que lhe é atribuída nos países da common law - modelo de conduta social, arquétipo ou standart jurídico, segundo o qual cada pessoa deve ajustar a própria conduta a esse arquétipo, obrando como obraria um homem reto: com honestidade, lealdade, probidade. Por esse modelo objetivo de conduta levam-se em consideração os fatores concretos do caso, tais como status pessoal e cultural dos envolvidos, não se admitindo uma aplicação mecânica do standart, de tipo meramente subsuntivo.

Em sentido semelhante, Fichtner Pereira (2000, 86) conclui que:

não parece possível a dedução de uma fórmula de fixação do conteúdo do princípio da boa-fé aplicável a todas as situações que surgem na sociedade. A fixação desse conteúdo somente pode se dar caso a caso, segundo as circunstâncias que cercam a atuação das partes, conforme a natureza da relação que travam em sociedade, a sua própria situação sócio-econômica, e outros fatores.

Os deveres de proteção, de informação e de lealdade advindos da boa-fé objetiva se encontram positivados em diversas normas da CVM e da própria entidade administradora de mercado.

Em razão da própria dinâmica das operações e das relações existentes no mercado bursátil o conteúdo dessas regras tem forte abrangência semântica, constituindo verdadeiras cláusulas gerais a serem integradas no momento do julgamento de casos concretos.

Conforme anteriormente comentado, a prioridade para a integração dessas cláusulas gerais e definição de seu conteúdo nos casos concretos é da estrutura de autorregulação, mediante a prática de suas atividades ordinárias de supervisão e fiscalização e no julgamento dos processos administrativos que conduzir. Caso essa integração não se faça a contento da CVM, esta estipulará o padrão nos processos administrativos sancionadores que instaurar¹⁴³.

Nesse sentido, caso haja discussão judicial, ou em Câmara de Arbitragem, sobre alguma questão envolvendo padrão de conduta no mercado de bolsa é necessário que o julgador verifique e considere em sua decisão os padrões sinalizados pela estrutura de autorregulação e pela CVM¹⁴⁴ em relação à matéria em debate.

Resta flagrante, portanto, a importância da estrutura de autorregulação estar preparada para trabalhar com os conceitos de boa-fé objetiva aplicados ao regime jurídico específico do mercado de bolsa, pois é ela que terá a prioridade para sistematizar os padrões de conduta exigidos dos intermediários para o atendimento aos investidores.

4.3. Simetria de informação

¹⁴³ Ressalvando-se que a CVM poderá levar em consideração nos processos administrativos sancionadores eventual pena aplicada pela entidade autorreguladora, nos termos das disposições contidas no art. 49, §4º, § 5º e § 6º da ICVM 461/07. Vale ressaltar, também, que a CVM, caso entenda necessário, pode esclarecer algum ponto geral das regras de mercado por meio de pareceres de orientação.

¹⁴⁴ A CVM, inclusive, por força do disposto no artigo 31 da Lei nº 6.385/76 pode atuar como *amicus curiae* em processos judiciais que envolvam matéria sob sua competência, o que poderá auxiliar o magistrado no esclarecimentos de questões técnicas e detalhes sobre os padrões exigidos dos intermediários no mercado de bolsa.

A simetria informacional é um dos pressupostos do modelo teórico do mercado em concorrência perfeita. Em seu sentido formal, a simetria de informação significa que as informações capazes de influenciar as cotações dos valores mobiliários, bem como aquelas atinentes às cotações, quantidades de negócios, volume negociado e às ofertas de compra e de venda, devem ser disponibilizadas, ao mesmo tempo, para todos os participantes do mercado.

Em tese, uma vez disponibilizadas essas informações, a cotação dos valores mobiliários refletirá as expectativas racionais da maioria dos investidores sobre a rentabilidade a ser auferida por aquele valor mobiliário num determinado espaço de tempo, sendo que o próprio mercado, mediante a arbitragem especulativa, se incumbirá de realizar os devidos ajustes nos preços dos valores mobiliários, caso estes não estejam aderentes aos valores teóricos obtidos segundo as mais diversas técnicas de precificação de ativos.

Conforme afirma Seiya Graça (1999, 44):

O paradigma de mercados financeiros eficientes considera que as cotações de mercado dos ativos financeiros correspondem ao seu 'valor teórico' ou 'valor fundamental', ou seja, constituem uma avaliação feita na perspectiva de um investidor racional. A arbitragem (ou especulação) racional é o mecanismo que explica essa eficiência das cotações de mercado. Qualquer afastamento das cotações em relação ao seu valor teórico origina uma forte intervenção de investidores que procuram obter lucros extraordinários à custa dessa oportunidade de arbitragem (baseados na expectativa de que a ineficiência será corrigida), tomando posições longas nos títulos que consideram sub-avaliados, e posições curtas nos títulos sobre-avaliados. Como consequência dessas intervenções, os desvios das cotações em relação ao valor fundamental são rapidamente eliminados, reestabelecendo-se a coincidência entre a valoração de mercado e a valoração fundamental.

Assim, se o valor de mercado de um determinado ativo financeiro é inferior ao seu valor fundamental, os investidores detectam uma oportunidade de realizar um investimento com uma taxa de retorno esperado superior à normal do mercado para o nível correspondente. A expectativa de que a cotação do ativo terá que subir resulta num aumento da quantidade procurada desse ativo (e descida nas intenções de venda), que levará efetivamente à subida da sua cotação, eliminando a diferença entre a cotação de mercado e o valor fundamental: registrar-se-á uma diminuição da procura e um aumento da oferta (mesmo investidores que não tem o título em carteira poderão realizar uma taxa de retorno supra normal. Efetuando operações de 'venda a descoberto'), provocando uma descida na cotação.

Apesar do paradigma da eficiência da precificação dos valores mobiliários pelo mercado financeiro ser objeto de intensa polêmica¹⁴⁵, no que tange a sua possibilidade prática, as regras de mercado de bolsa visam concretizá-la, por meio do estabelecimento de deveres de informação a diversos participantes do mercado.

Assim, para manter o máximo de simetria informacional possível e coibir que pessoas se beneficiem da utilização de informação privilegiada na negociação em bolsa, há um conjunto de regras repressivas e preventivas, manejado de forma articulada pelos órgãos públicos e pela própria entidade administradora do mercado de bolsa.

Conforme Fábio Nusdeo (2005, 148):

São as mais diversificadas normas legais cuja finalidade reside, especificamente, em obrigar determinados agentes econômicos a prestarem às partes interessadas as informações relevantes para a tomada de decisões (...) Mais uma vez a legislação inteiramente estranha para os cânones liberais vem sendo paulatinamente introduzida, à ilhargá daquela puramente destinada a fazer funcionar o mercado. Note-se não ser ela endereçada aos agentes econômicos em suas relações bilaterais de uns com os outros. O seu escopo é outro: defender a chamada economia popular, ou seja, o conjunto indistinto e não identificável diretamente de poupadores, consumidores, investidores e acionistas, consorciados, segurados e tantos outros que como um grupo nem sempre bem delimitado – porque pode incluir até mesmo membros potenciais – estão à mercê da informação ou da desinformação que lhe queiram transmitir.

Do ponto de vista preventivo, a simetria de informação é buscada por meio de um conjunto de regras que devem ser observadas pelos emissores de valores mobiliários, pela entidade administradora do mercado de bolsa, pelos intermediários e pelos próprios investidores.

Com efeito, as regras do mercado de bolsa são fortemente vinculadas ao objetivo de se manter o máximo de simetria de informação possível – e daí a presença reiterada da

¹⁴⁵ A polêmica é analisada pelo próprio autor, Seiza Graça (1999, 21), segundo o qual: “a avaliação racional dos ativos financeiros é um campo muito complexo e insuficientemente estudado, que exige a aplicação de recursos sofisticados que não estão ao alcance da maioria dos investidores. É muito difícil, mesmo para os investigadores, confirmar se uma determinada cotação corresponde, realmente, ao valor fundamental teoricamente correto, ou se existem ineficiências. Do ponto de vista empírico, a polêmica e a incerteza quanto à melhor interpretação para os resultados obtidos são enormes. As observações da realidade parecem ser compatíveis com explicações díspares para essa mesma realidade. E, mesmo que as ineficiências sejam detectadas, nem sempre é possível implementar estratégias de arbitragem para as explorar. A arbitragem racional, que é a força que contribui para o reequilíbrio das cotações em torno do valor fundamental, pode, afinal, ter um poder de mercado bastante limitado.”

“transparência” – *full disclosure*¹⁴⁶ – como princípio a ser observado pelos emissores, intermediários, investidores e pela entidade administradora do mercado de bolsa.

Em sua dissertação de mestrado sobre o princípio do *full disclosure* no mercado de capitais, Nora Rachman (1999, 1) afirma que:

O princípio da ampla divulgação de informações (*full disclosure*) poderia ser considerado, na acepção lógica de Miguel Reale, como a ‘verdade fundante’ do mercado de capitais, ao representar o pressuposto, a base e o elemento orientador de todas as normas que o integram. Tal princípio está indubitavelmente inserido no ordenamento do mercado de capitais, tendo adquirido verdadeira força coercitiva (...) Fundado em razões éticas, mas também como forma de controle social, o princípio do *full disclosure* encontra sua origem na legislação federal norte-americana reguladora do mercado de capitais: o *Securities Act*, de 1933 e o *Securities and Exchange Act*, de 1934. Tais normas jurídicas, editadas na ótica interventiva do *New Deal*, impuseram a ampla divulgação de informações às companhias que colocassem no mercado de emissões de valores mobiliários ou tivessem seus títulos admitidos à negociação em bolsa de valores.

Em relação aos emissores, as principais regras tratam da obrigação de divulgar atos e fatos relevantes¹⁴⁷ que possam influenciar na cotação dos valores mobiliários, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os ativos, ou exercer direitos a eles inerentes. As regras também estabelecem vedação à negociação em períodos que antecedem a divulgação de informações relevantes por determinadas pessoas que, presumidamente, possam ter conhecimento dessas informações antes de sua divulgação; a obrigação de divulgação de informação sobre a aquisição e alienação de participação acionária relevante; e a obrigação das companhias estabelecerem política de divulgação de atos e fatos relevantes.

Os emissores também são obrigados a divulgar informações detalhadas sobre ofertas públicas de valores mobiliários, sendo necessária a apresentação de um prospecto¹⁴⁸ com

¹⁴⁶ Conforme lembra Carvalhosa (1997b, 286): “pelo exato cumprimento do sistema de disclosure, a companhia e os seus administradores desvinculam-se de quaisquer perdas materiais sofridas pelos acionistas ou investidores, no que diz respeito a negócios realizados com valores emitidos pela sociedade”.

¹⁴⁷ A CVM regula essa matéria na ICVM 358/02 que “dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado”.

¹⁴⁸ O artigo 38 da ICVM 400/03 estabelece que o “prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.”

informações detalhadas sobre a oferta¹⁴⁹, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas. As regras sobre oferta pública de valores mobiliários são bem detalhadas e sua rigidez se sobrepuja nas ofertas destinadas a investidores de varejo que, presumidamente, são aqueles com menores capacidades de avaliar as características e riscos dos valores mobiliários.

A entidade administradora do mercado de bolsa, por sua vez, é obrigada¹⁵⁰ a divulgar publicamente, em tempo real, as cotações dos ativos e as informações relacionadas aos negócios realizados. Conforme disposto no art. 76 da ICVM 461/07:

A entidade administradora de mercado de bolsa deve tornar públicas de forma contínua, ao longo dos pregões diários, no mínimo, as informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário, com no máximo 15 (quinze) minutos de atraso.

O resumo das operações realizadas na bolsa deve constar no seu boletim diário de informações, que deve ser disponibilizado em sua página na rede mundial de computadores.

Os intermediários também devem cumprir uma série de deveres de informação em especial para esclarecer aos investidores os riscos e características das operações e dos mercados. Esses deveres de informação também estão relacionados ao dever de proteção e de lealdade que os intermediários devem ter para com seus clientes, visando, sempre, atender da melhor forma possível seus interesses e oferecer produtos e valores mobiliários compatíveis com o perfil operacional de cada investidor.

Costa Garcia (2003, 111) classifica o dever de informação em positivo e negativo. O dever positivo consiste no dever de fornecer as informações, não omitir. E o dever negativo está ligado à veracidade da informação, sendo vedado ao agente fornecer informações falsas ou enganosas.

Dentre as diversas polêmicas em torno do dever de informação, há a clássica questão sobre a licitude, ou ilicitude, do denominado *dolus bonus* (reticência dolosa), ou seja, a omissão de determinada característica desvantajosa e o realce das características benéficas do produto, ou do serviço fornecido pelo agente de mercado, a fim de atrair o desejo do investidor.

Esse conflito entre o dever de informação e a concorrência e oportunidade no mercado, e entre o dever de informação e as técnicas de *marketing* (cada vez mais

¹⁴⁹ Vide ICVM 400/03.

¹⁵⁰ Artigo 76 da ICVM 461/07

agressivas) constituem temas para longas monografias, em especial tratando da ética na informação¹⁵¹, do respeito ao investidor, sem esquecer da realidade de que vivemos numa economia na qual os agentes visam o lucro, num sistema de concorrência, sendo que, muitas vezes, a visão empresarial, imediatista, e ao nosso ver equivocada, leva à concepção de que cumprir o dever de informação seja equivalente a “falar mal de seu próprio produto ou serviço e ver os lucros se reduzirem”.

Entendemos, nesse particular, que não se pode permitir que os agentes de mercado omitam as características do produto ou serviço, sob a guarida do chamado *dolus bonus* que prestigia o comportamento estratégico diante da concorrência em detrimento do devido esclarecimento e informação aos investidores. Ao revés, é necessário que tanto as características perigosas e onerosas, como as características vantajosas do produto, serviço ou dos valores mobiliários, sejam realçadas com a devida clareza.

Nesse sentido, em relação ao *dolus bonus*¹⁵², concordamos com a opinião de Lotufo (2003, 146), segundo o qual:

a aceitação [do *dolus bonus*] fica altamente comprometida pelo princípio da eticidade, em que se revela a boa-fé objetiva, e mui especialmente do dever de informação no âmbito contratual, afora a disposição repressiva da propaganda enganosa do CDC. Dizia-se que era da natureza humana que cada um defendesse seus interesses da melhor forma possível, ainda que em prejuízo de outros. E sabemos existente malícia natural dos negócios, diante da qual ninguém poderia legitimamente dizer que foi enganado, já que regra do mercado, e por isso todos advertidos da sua existência. Isso é o que a doutrina denomina *dolo tolerável* ou *dolus bonus*.

¹⁵¹ Costa Garcia (2003, 113), ao comentar sobre os limites do dever de informação, cita exemplos de casos concretos nos quais há certa dificuldade para se delimitar, à luz do princípio da boa-fé objetiva, quais são as informações que a parte está obrigada a fornecer e quais são as informações que podem ser omitidas para viabilizar o sucesso ou vantagem econômica na negociação. Um dos exemplos, emprestado de Cícero, consiste no seguinte caso: um homem leva um carregamento de trigo de Alexandria à Rodes, chegando ao destino no momento em que se grassava uma grande crise no local: acentuada falta de comida, população faminta. O mercador sabe que estão a caminho vários outros navios trazendo trigo, o que fatalmente vai por fim à crise. A questão que se coloca é a seguinte: tem o mercador o dever de informar os habitantes de Rodes a respeito da chegada iminente de outros navios, informação que repercute no preço da mercadoria, ou pode vender o seu trigo pelo preço que lhe aprouver, guardando para si esta relevante informação? Este caso ilustra muito bem o conflito entre, de um lado, o dever de informação e, de outro, a vantagem que o comerciante obterá com o negócio, caso se abstenha de fornecer a informação. Deve-se ressaltar, portanto, que o princípio da boa-fé objetiva, bem como os deveres que dele decorrem devem ser cumpridos sempre com o objetivo de atender os interesses básicos do outro e não o interesse próprio.

¹⁵² No direito português, o *dolus bonus* é reconhecido como lícito nos termos do artigo 253, ‘2’ do Código Civil Português, segundo o qual: “Não constituem dolo ilícito as sugestões ou artifícios usuais, considerados legítimos segundo as concepções dominantes no comércio jurídico, nem a dissimulação do erro, quando nenhum dever de elucidar o declarante resulte da lei, de estipulação negocial ou daquelas concepções.”

Ainda no sistema anterior não se divisava a plena aceitação do *dolus bonus* visto que o efeito dele decorrente era passível de supressão, salvando-se o mais do negócio, por não contaminado, mas extirpável o decorrente da indução a erro.

A qualidade da informação é também tema preocupante. Especialmente na chamada “indústria de intermediação” que compreende as corretoras, distribuidoras, agentes autônomos e administradores de carteira, a informação passada aos investidores sobre os riscos inerentes aos diversos valores mobiliários e operações estruturadas nem sempre é a mais adequada o que pode comprometer a formação da vontade dos investidores que atraídos por altos ganhos e olvidando os riscos, passam a investir em mercados complexos sem a devida experiência e habilidade. Nessas situações, há grandes chances dos investidores, ao incorrerem em prejuízos, se sentirem injustiçados diante da ausência do devido esclarecimento inicial sobre o funcionamento das operações e demandarem o ressarcimento dos prejuízos mediante ações judiciais, reclamações ao MRP, à bolsa e aos próprios intermediários, gerando custos e trabalho que poderiam ser evitados com medidas preventivas de ampla informação e esclarecimento antes do início das operações.

Nesse contexto, a estrutura de autorregulação cumpre importante papel para exigir dos intermediários o cumprimento dos deveres de informação e esclarecimento, com destaque para os riscos envolvidos nas operações e para as limitações de direitos e onerosidades que possam recair sobre os investidores.

Essas medidas assumem especial importância na conjuntura atual de crescimento da base de investidores pessoas físicas, numa realidade em que o mercado de bolsa brasileiro, apesar de já robusto, ainda é um sistema desconhecido da maioria da população nacional.

Em relação a essa questão, o mercado de bolsa pode aprender com a experiência vivenciada pelas instituições bancárias nas “enxurradas de demandas judiciais” relativas a deficiências no cumprimento dos deveres de informação que culminaram com o julgamento da ADIn nº 2.591¹⁵³ que declarou ser aplicável o Código de Defesa do Consumidor às relações bancárias.

¹⁵³ Trata-se da Ação Direta de Inconstitucionalidade proposta pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro – Consif, para declarar a inconstitucionalidade do artigo 3º, § 2º do Código de Defesa do Consumidor (CDC) que caracteriza como relação de consumo submetida às regras do CDC as relações “de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária”, sob o argumento de que o art. 192 da Constituição Federal prevê que o sistema financeiro nacional será regulamentado por Lei Complementar. A ADIn foi julgada improcedente, declarando a constitucionalidade do referido dispositivo e encerrando a polêmica sobre a aplicação do CDC às relações entre consumidores e instituições financeiras.

Nessa linha, os intermediários, participantes do mercado de bolsa, devem agir preventivamente, se antecipando e evitando medidas compensatórias e ações judiciais, por meio da implementação e aperfeiçoamento de estruturas adequadas ao atendimento e à divulgação de informações e esclarecimentos ao investidor¹⁵⁴, com realce para todos os detalhes e cláusulas contratuais que geram onerosidades e restrição de direitos e dando o devido esclarecimento ao investidor sobre os riscos e características dos valores mobiliários.

Ressalve-se, entretanto, que não se trata de obrigar os emissores e intermediários e a própria entidade administradora do mercado de bolsa a serem “assistentes sociais”, tal como ponderado por Junqueira Azevedo (1996, 28)¹⁵⁵.

Nesse sentido, as informações devem se restringir aos fatos de domínio público, cabendo ao investidor decidir sobre suas operações, sendo importante ressaltar, ainda, que as informações relativas às oportunidades de negócio e recomendações de compra ou de venda de determinado ativo devem ser apresentadas apenas pelos profissionais capacitados para tanto, no caso os analistas de mercado, cuja profissão é regulamentada pela CVM (ICVM nº 388/03¹⁵⁶ editada com base no art. 27 da Lei 6.385/76).

Conforme já ressaltado, a estrutura de autorregulação deve evitar a institucionalização de um sistema altamente protecionista ao investidor a ponto de lhe desestimular a cumprir os seus deveres de diligência e cuidado com seus investimentos.

¹⁵⁴ A evolução tecnológica, apesar de ter afastado em muitos casos o atendimento presencial, pode facilitar a implementação de métodos eficientes de divulgação de informação e esclarecimentos. O importante é que as estruturas de atendimento aos investidores estejam devidamente equipadas com ferramentas e pessoal especializado para proporcionar a devida informação e esclarecimento aos investidores.

¹⁵⁵ Segundo Antonio Junqueira de Azevedo: “o dever de informar se limita a nosso ver, ao conteúdo do contrato, especialmente às qualidades essenciais do objeto, e não, à oportunidade ou vantagem do contrato (isto é, se a mercadoria, dentro em pouco, vai ficar mais barata ou se há, no mercado, outra superior pelo mesmo preço); quanto a esses dois pontos vale a velha máxima ‘caveat emptor’, ‘cuide-se o comprador’. Admitir dever de informar também sobre a oportunidade ou a vantagem desses contratos é querer transformar o fornecedor em assistente social”.

¹⁵⁶ Art. 2º - A atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento. § 1º A atividade de analista de investimento de que trata esta Instrução poderá ser exercida, por pessoa natural, de forma autônoma ou com vínculo a instituição integrante do sistema de distribuição, fundo de pensão, seguradora, pessoa jurídica ou natural autorizada pela CVM a desempenhar a função de administrador de carteira, ou qualquer outra entidade autorizada a funcionar pela CVM, Banco Central do Brasil, Secretaria de Previdência Complementar e Superintendência de Seguros Privados.

§ 2º Para o exercício de sua atividade, o analista de valores mobiliários deverá estar registrado na CVM, na forma do art. 10 desta Instrução.

Assim, devem ser evitadas medidas ou decisões que prestigiem o investidor negligente. A solução para a questão, na análise de casos concretos, pode ser inspirada no contexto dos estudos sobre boa-fé objetiva, que ressaltam que ao par com o dever de informação, deve haver o dever de indagação e de diligência do investidor¹⁵⁷.

Dessa forma, na análise de um caso concreto que envolva o cumprimento do dever de informação, devem ser analisadas as condutas de ambas as partes (intermediário e investidor) em relação ao cumprimento do dever de informação. Isto porque, se por um lado não se pode tolerar que o intermediário omita informações relevantes ao interesse do investidor, por outro, não se pode prestigiar o investidor displicente, que investe em mercados e em valores mobiliários sem verificar as informações disponíveis sobre os seus riscos e características inerentes.

Do ponto de vista repressivo, o uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) está tipificado como crime sujeito à pena de reclusão de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. O tipo penal está enunciado no artigo 27-D da Lei 6.385/76, nos seguintes termos: “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.”

Além disso, a infração às regras da CVM que visam garantir a simetria informacional são consideradas de natureza grave, tendo, portanto, prioridade para apuração e processamento no âmbito administrativo¹⁵⁸.

A estrutura de autorregulação da entidade administradora do mercado de bolsa, especialmente por meio de sua equipe de supervisão de mercado, desempenha um

¹⁵⁷ Esta ressalva sobre o dever de indagação é mencionada há tempos pela doutrina, desde a vinculação da *bona fides* ao instituto da *possessio*, quando se discutia se era possível considerar de boa-fé o possuidor que não cumpriu com o dever de indagação, ou seja, de verificar se sua situação era legítima, de indagar, por exemplo, sobre a regularidade do processo de transmissão, ou sobre a verdadeira situação de proprietário daquele que lhe alienou o imóvel. Nelson Rosenvald (2005, 112) entende que este “dever de indagação” se aplica aos fatos notórios. Neste sentido, afirma que: “(...) adotando-se o princípio da proporcionalidade, excluem-se do dever de esclarecimento os fatos notórios. Ou seja, para além do dever jurídico de esclarecer há o ônus de informar-se, como forma de diligência da pessoa para com os seus próprios interesses”.

¹⁵⁸ O artigo 9º, § 4º, da Lei 6385/76 estabelece que “na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado”.

importante papel para a identificação inicial das suspeitas de crime de uso indevido de informação privilegiada em operações cursadas no mercado de bolsa.

Nesse sentido, ganha relevo a especialidade da estrutura de autorregulação para identificar operações suspeitas, não só em relação à suspeita de *insider trading*, como também, em relação à qualquer suspeita de atos ilegais, fraude ou práticas não equitativas. Essa atividade tem sido robustecida com a crescente evolução tecnológica que permite a parametrização de sistemas cada vez mais sofisticados para identificar, em tempo real, operações suspeitas, como grandes ganhadores em operações de *day-trade*, pessoas que negociaram com valores mobiliários em período anterior à divulgação de ato ou fato relevante, dentre outros diversos parâmetros construídos com base na especialidade, racionalidade e técnica dos *experts* de mercado.

Uma vez detectada uma operação suspeita, iniciam-se uma série de outras análises reunindo a informação necessária para se identificar a materialidade e a autoria da infração. Para tanto, podem ser necessárias algumas informações mantidas pelos intermediários¹⁵⁹ tais como a documentação cadastral dos investidores envolvidos, os extratos das contas correntes dos investidores perante os intermediários e eventuais gravações de conversas telefônicas. Caso a operação suspeita envolva alguma prática ilegal cometida por pessoa autorizada a operar no mercado de bolsa esta poderá ser processada e penalizada pela própria estrutura de autorregulação. Outras pessoas envolvidas nas operações suspeitas, que não estejam sujeitas às penalidades que podem ser aplicadas pela entidade autorreguladora, podem ser processadas pela CVM, a qual poderá ainda encaminhar o caso ao Ministério Público para eventual persecução penal dos envolvidos nos casos em que se configurem indícios de infração penal.

Na prática e do ponto de vista material, a simetria informacional pode ser uma utopia, considerando que os agentes econômicos possuem graus distintos de conhecimento e especialização para reunir diversas informações disponíveis, interpretá-las e “traduzi-las” em compras ou vendas eficientes. Nesse sentido, não são simétricas, por exemplo, as capacidades e o conhecimento dos profissionais de mercado, ou investidores institucionais, com as capacidades e o conhecimento de investidores individuais recém-ingressantes no mercado de bolsa.

¹⁵⁹ Pessoas autorizadas a operar (que é o termo utilizado na ICVM 461/07).

Sob esse enfoque, a simetria informacional buscada, preventivamente, pelas regras de *full disclosure* e, repressivamente, pela penalização da utilização de informação privilegiada é a simetria formal, ou seja, as decisões de compra e venda de valores mobiliários devem ser baseadas em informações disponíveis a todos os agentes econômicos.

A disponibilidade das informações, portanto, não significa simetria de conhecimento e de capacidade de reunir as informações e traduzi-las em operações eficientes. Espera-se que os investidores procurem se aperfeiçoar em suas análises e optem por realizar operações sobre as quais tenha conhecimento e habilidade. O atendimento dessa expectativa é buscado mediante outros arranjos que visam, em especial, a educação do investidor.

Nesse aspecto, são relevantes as regras de *suitability* relativas às obrigações dos intermediários de conhecer seus clientes e oferecer-lhes produtos e operações adequadas com seus respectivos perfis operacionais. O próximo item deste capítulo que tratará da proteção ao investidor, apresentará alguns comentários sobre esse tema.

4.4. Proteção ao investidor

A proteção ao investidor é um dos princípios a serem concretizados pela regulação do mercado de bolsa e constitui elemento essencial para a manutenção da confiança que, por sua vez, é indispensável para a existência do mercado.

Na prática, a proteção ao investidor se dá por um conjunto de normas em especial aquelas relativas: (i) à própria estrutura de autorregulação da entidade administradora do mercado de bolsa, (ii) à conduta dos intermediários e (iii) aos deveres de informação, que já foram anteriormente comentados.

Com efeito, as atividades de autorregulação do mercado de bolsa visam proteger o investidor contra práticas não equitativas, manipulação de preços, operações fraudulentas, criação de condições artificiais de oferta e demanda, enfim, contra condutas que além de

comprometerem a integridade do mercado e a justa formação de preços (efeitos intangíveis) podem causar efetivo prejuízo aos investidores (efeito tangível).

Nesse sentido, inclusive, uma das conseqüências dos processos administrativos disciplinares conduzidos pela estrutura de autorregulação pode consistir na indenização dos investidores que eventualmente tenham sido prejudicados pela infração objeto do processo¹⁶⁰.

Em relação à melhoria dos padrões de intermediação, a entidade administradora do mercado de bolsa¹⁶¹ cumpre importante papel no estabelecimento de regras de conduta a serem observadas para a proteção dos interesses do investidor e de requisitos mínimos de estrutura e controles internos que devem ser adotados pelos intermediários para promover o adequado atendimento aos investidores, bem como para evitar infrações que prejudiquem os investidores e a integridade do mercado.

Yasbek (2007, 190) conceitua a regulação de condutas como:

aquela que estabelece obrigações ou procedimentos para os agentes nas suas relações concretas, outorgando proteção aos diferentes tipos de clientes (conforme o grau de especialização destes) ou de contrapartes das instituições. Em tal modalidade são adotados, predominantemente, regimes prescritivos, autorizando ou proibindo determinadas práticas ou determinados procedimentos (Köndgen, 1998, 127). Essas prescrições podem abranger um amplo leque de atividades, indo desde a oferta dos produtos financeiros até o estabelecimento de obrigações de informar, de adotar condutas padronizadas, de manter estruturas de atendimento etc.

O controle sobre o cumprimento das regras de conduta e sobre a adoção da estrutura e controles internos mínimos pelos intermediários é realizado, preventivamente, pela própria entidade administradora no processo de autorização para o intermediário operar no mercado de bolsa, e, posteriormente, por meio da estrutura de autorregulação durante todo o período em que o intermediário estiver operando no mercado de bolsa.

A própria ICVM 461/07 determina que a entidade administradora deve estabelecer requisitos de acesso para as pessoas autorizadas a operar (intermediários) os quais devem considerar a sua organização, os recursos humanos e materiais exigíveis e a idoneidade e

¹⁶⁰ O art. 49, § 2º, da ICVM 461/07 estabelece que: “os recursos arrecadados com multas e termos de compromisso celebrados no âmbito da autorregulação devem ser revertidos, em sua totalidade, para as atividades previstas neste Capítulo [atividades de autorregulação] ou para a indenização de terceiros prejudicados”

¹⁶¹ Por meio do exercício de seu poder de criar regras de mercado, que, conforme anteriormente comentado, não é desempenhado pela estrutura de autorregulação.

aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome¹⁶². Além disso, referido normativo também estabelece que as qualificações mínimas para a admissão e manutenção como pessoa autorizada a operar devem contemplar, inclusive, as eventuais necessidades de patrimônio alocado à proteção de riscos de cada uma das atividades autorizadas, a segregação de atividades destinadas a prevenir conflitos de interesse e a existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de conduta aplicáveis às operações realizadas no mercado¹⁶³.

Em relação ao processo de autorização de intermediários para operar no mercado de bolsa, há a preocupação de que a entidade administradora possa incorrer em abuso de direito no exercício dessa atividade, de forma a barrar a entrada de intermediário que represente alguma forma de concorrência com a entidade administradora. Conforme disposto no Edital de Audiência Pública nº 6/2007:

outro aspecto dos mais relevantes no que diz respeito à admissão de pessoas autorizadas a operar é seu impacto sobre a concorrência. Um atributo intrínseco do aumento da competição – seja das bolsas entre si, seja entre elas e os demais mercados – é o de que, cada vez mais, a Entidade Administradora de um mercado encontra-se na condição de regular intermediários, participantes de seu mercado, que podem ser também seus próprios competidores. Essa situação traz consigo o risco de que medidas adotadas em nome da elevação de padrões regulatórios, como no caso dos requisitos para o acesso à negociação, possam servir como forma de restringir a competição. Por isso, considera-se que os procedimentos de admissão e permanência das pessoas autorizadas a operar são uma das matérias em que essa oposição de interesses tende a se manifestar mais claramente. A minuta conferiu liberdade ampla na estipulação desses procedimentos, que estão entre as regras mínimas de funcionamento dos mercados geridos pelas Entidades Administradoras (art. 15, I). O limite dessa liberdade está na preservação do interesse público a que se fez referência no art. 14¹⁶⁴ e no respeito aos princípios de igualdade de acesso e respeito à concorrência, daí que se tenha ficado a prerrogativa da CVM de aprovar previamente as referidas regras.

Essa questão foi objeto de muita polêmica na audiência pública, tendo a CVM recebido sugestões para que fosse conferido às entidades administradoras maior discricionariedade para a decisão sobre a concessão de autorização para o intermediário operar no mercado e a possibilidade de não motivação da negativa de autorização, considerando que esta poderia se embasar em critérios subjetivos, nem sempre declaráveis ou evidenciáveis, como por exemplo, os critérios relativos à idoneidade do participante.

¹⁶² Art. 51, § 1º da ICVM 461/07.

¹⁶³ Art. 51, § 3º da ICVM 461/07.

¹⁶⁴ Art. 14 - “A entidade administradora de mercado organizado deverá manter o equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados”.

A CVM, entretanto, manteve a redação original da minuta e no Processo SDM/CVM nº RJ 2003/11142¹⁶⁵ e declarou que:

A minuta não pretende negar a necessidade que as entidades administradoras têm de ser rigorosas e criteriosas na imposição dos requisitos necessários à admissão, suspensão ou exclusão de pessoas autorizadas a operar, tampouco a evidência de que esse rigor muitas vezes implicará utilizar um juízo subjetivo. Ao contrário, a minuta pretendeu dar o conforto de que as entidades administradoras poderão fazê-lo, e com flexibilidade inclusive quanto à imposição daqueles requisitos subjetivos. As responsabilidades das entidades administradoras legitimam que se lhes dê flexibilidade e discricionariedade na imposição de requisitos, respeitadas as exigências presentes na minuta.

Uma vez autorizados a operar, os intermediários devem manter sua estrutura e controles internos adequados aos padrões exigidos, bem como cumprir as regras de conduta estipuladas nas instruções normativas da CVM e nos normativos da entidade administradora do mercado de bolsa, visando o melhor atendimento dos interesses dos investidores.

O cumprimento das referidas regras de conduta e da implementação da estrutura e controles internos nos moldes definidos pela entidade administradora são auditados e fiscalizados pela estrutura de autorregulação que, caso constate irregularidades, poderá tomar as devidas medidas de *enforcement* (inclusive, caso necessário, mediante a instauração de processo administrativo disciplinar) para estimular o intermediário a cumprir as regras.

Aqui vale destacar que a atuação da estrutura de autorregulação diante de irregularidades apontadas em seus trabalhos de supervisão e fiscalização é determinada discricionariamente pelo Diretor de Autorregulação e pelo Conselho de Autorregulação. As medidas tomadas serão reportadas para a CVM, mas esta não poderá responsabilizar a estrutura de autorregulação caso divirja da medida adotada.

Esse entendimento, conforme mencionado por Lorena Dutra (2008, 141), foi expresso por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador 32/98, ocorrido em 6 de maio de 2004, no qual a Bolsa de Valores de Minas, Espírito Santo e Brasília e seu diretor-geral foram absolvidos da acusação de omissão na fiscalização de certas operações. “O Diretor Relator do caso registrou que (i) não cabe ao órgão regulador apreciar o mérito de decisões do autorregulador, relativamente a processos de natureza

¹⁶⁵ Brasil. *Processo nº RJ 2003/11142*. Comissão de Valores Mobiliários, Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst461relatorio.pdf>. Acesso em 5 março de 2009.

punitiva; (ii) o poder das bolsas não exclui o da CVM (até por disposição expressa neste sentido, conforme o art. 8º, § 1º da Lei n.º 6.385/76); e (iii) caso entenda insuficientes ou inapropriadas as punições aplicadas pelo autorregulador, cabe à CVM adotar medidas que considerar mais convenientes¹⁶⁶.”

Feita a ressalva, destaca-se a relevância da estrutura de autorregulação para a melhoria dos padrões de conduta e dos controles internos dos intermediários, o que se afigura de suma importância para a proteção dos interesses dos investidores.

Ainda como importante instrumento de proteção dos investidores, há o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) que, conforme anteriormente mencionado, consiste num mecanismo destinado a ressarcir investidores que tenham sofrido prejuízos relacionados à ação ou omissão de pessoa autorizada a operar no mercado de bolsa, relacionada à negociação ou serviço de custódia.

O artigo 77 da ICVM 461/07 estabelece algumas hipóteses nas quais o ressarcimento é cabível:

I- inexecução ou infiel execução de ordens; II- uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; III- entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; IV- inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; V- intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e VI- encerramento das atividades.

O professor Verçosa (1990, 52) entende que a relação das hipóteses é taxativa e comenta que:

os casos taxativos de responsabilidade dos intervenientes nas operações bursáteis, por meio de um sistema de reclamações administrativas objetivando a indenização

¹⁶⁶ O voto do diretor-relator no processo apresenta ainda os seguintes argumentos, também salientados por Lorena Dutra (2008, 141): “É meu entendimento que quando o regulador (no caso o Conselho Monetário Nacional) defere à autorregulação competência para instaurar inquéritos e processos administrativos, naturalmente não autoriza ao regulador que adote procedimentos contra o entre autorregulador porquanto divirja das medidas que adotou. Evidentemente, caso nenhuma medida tenha sido adotada, pode a CVM questionar este fato. De outro lado, não pode a CVM pretender punir o autorregulador quando diverge da medida adotada pelo autorregulador. Não me parece que caiba julgar o julgamento. O autorregulador tem competência para tomar as medidas que entender conveniente e se as medidas tomadas são diferentes daquelas que a CVM entende adequadas, é uma questão de julgamento, de opinião e daí não advém, segundo penso, responsabilidade disciplinar. E não é por outra razão aliás, que a regulação dispõe expressamente que o poder disciplinar das bolsas de valores não exclui o da CVM e sendo assim a CVM pode adotar os procedimentos que entender adequado, como aliás o fez no presente caso (...)” (PAS 32/98, de relatoria do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 6 de maio de 2004). A interpretação da CVM neste caso foi posteriormente confirmada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, por maioria de votos, na 276ª Sessão de Julgamentos, de 27 de setembro de 2007.

devida, ficam a cargo do Fundo de Garantia [atual MRP], remanescendo o direito comum para outras hipóteses não previstas no regime especial. Não existe, como parece ser o pensamento de alguns desavisados, o afastamento de todo e qualquer risco de prejuízo para quem adquire títulos através do sistema de pregão em Bolsa, constituindo uma corretora como intermediária na sua aquisição. O que existe, isso sim, é um sistema de grande minimização desse risco, estabelecido para um número de hipóteses perfeitamente delineadas (...) Se se entender que existe lacuna a ser preenchida nesse esquema de responsabilidade e conseqüente indenização, esse é um problema do legislador e não do intérprete¹⁶⁷.

O MRP já existe, com o nome de Fundo de Garantia, desde a Resolução nº 39 de 20 de outubro de 1966, mas sofreu algumas alterações procedimentais e estruturais, ao longo do tempo, dentre as quais se destacam as mais recentes modificações trazidas pela ICVM 461/07, que são relacionadas ao prazo para apresentação da reclamação e o limite de valor a ser ressarcido.

Nesse sentido, conforme esclarecido pela CVM no Edital de Audiência Pública nº 6/2007:

As alterações descritas, destacadamente a fixação de um prazo máximo para o pedido de ressarcimento (18 meses) e a limitação do valor máximo devido (R\$ 60 mil), mas também a flexibilização na forma de organização admitida para o mecanismo de indenização de prejuízos, pretenderam torná-lo mais sustentável e apto a atender às necessidades do crescente número de investidores atraídos pelo mercado de capitais. Isso porque a fixação de limites mais claros pode permitir a obtenção dos recursos destinados à sua manutenção de outras formas, além da que até hoje tem sido utilizada, além de viabilizar o ressarcimento de um número maior de pequenos investidores com o mesmo montante total de recursos.

A administração do MRP não está inserida dentre as competências da estrutura de autorregulação. Entretanto, as informações constantes das reclamações de investidores constituem importante fonte de informação para a estrutura de autorregulação acerca dos padrões de conduta dos intermediários e de eventuais falhas de controle e de estrutura capazes de causar prejuízos aos investidores.

Além disso, os julgamentos dos processos administrativos de MRP constituem uma importante forma de sinalização ao intermediário envolvido e, indiretamente, aos demais intermediários que acompanham as decisões tomadas nesse âmbito, sobre os padrões de

¹⁶⁷ Apesar da posição do professor, a CVM já possui entendimento de que o rol de hipóteses previsto na ICVM 461/07 para acionamento do MRP é meramente exemplificativo, podendo haver outras hipóteses ali não contempladas. A questão que se coloca diante da generalidade de hipóteses que podem acarretar no acionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízos cinge-se à dificuldade, ou impossibilidade, de mensuração do valor ideal do fundo para garantir uma gama incerta e imprevista de ressarcimentos, ainda que haja estipulação normativa do limite máximo de ressarcimento por ocorrência.

conduta ou os controles que devem ser adotados para evitar a reiteração de problemas que possam causar prejuízo aos investidores. Isto porque, é no julgamento dos casos concretos que se confere maior concretude às cláusulas gerais que permeiam as normas de conduta destinadas aos intermediários e aos próprios investidores, estabelecendo-se os limites dos deveres de diligência de cada parte que apontará eventual culpa do intermediário ou do próprio investidor em relação aos prejuízos incorridos.

Por essas razões, parece-nos conveniente que as reclamações ao MRP sejam processadas e julgadas pela estrutura de autorregulação, ou que, no mínimo, seja dada ampla divulgação à estrutura de autorregulação sobre o teor das reclamações e respectivos julgamentos, na medida em que essas informações são relevantes para as atividades de fiscalização dos intermediários, podendo, inclusive, conter evidências de infração que possam merecer medidas administrativas¹⁶⁸ que transcendam o mero ressarcimento ao investidor dos prejuízos incorridos.

Na BM&FBOVESPA, muito provavelmente em razão dos motivos acima expostos, a administração do MRP é realizada pela estrutura de autorregulação (BSM), sendo que os processos administrativos de MRP são julgados pelo Conselho de Supervisão.

Na linha de se evitar o estabelecimento de um sistema protecionista ao investidor que o desestimule a ser diligente com seus investimentos no mercado de bolsa, as reclamações ao MRP devem ser analisadas à luz da boa-fé objetiva, lembrando que os deveres a ela inerentes devem pautar o comportamento de ambas as partes, tanto do intermediário como do investidor.

Nesse sentido, de um lado, os intermediários devem observar e cumprir uma série de deveres de proteção, lealdade e informação no atendimento aos seus clientes conforme as regras de mercado de bolsa e os melhores padrões de conduta praticados no mercado e, de outro, os investidores devem ter a diligência necessária para com seus próprios investimentos, buscando informação e evitando realizar negócios incompatíveis com seu perfil operacional.

A análise da conduta e do perfil do investidor é cada vez mais relevante para o desenvolvimento do mercado de bolsa, em especial, conforme já mencionado, num contexto

¹⁶⁸ Que competem à estrutura de autorregulação.

de crescente popularização do mercado que atrai cada vez mais pessoas físicas¹⁶⁹ (“investidores de varejo”).

Sobre essa questão, a CVM tem sinalizado o reforço dos deveres de proteção, informação e lealdade do intermediário para com seus clientes, introduzindo no sistema jurídico brasileiro o conceito de *suitability*, segundo o qual o intermediário deve zelar para que o cliente realize operações compatíveis com seu perfil operacional.

O conceito de *suitability* é adotado no artigo 19 da Diretiva Europeia 2004/39/CE¹⁷⁰ do Parlamento Europeu datada de 21 de abril de 2004, nos seguintes termos:

os Estados-Membros devem assegurar que, ao prestarem serviços de investimento (...) as empresas de investimento solicitem ao cliente ou potencial cliente que lhes forneça informações sobre os seus conhecimentos e experiência em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço oferecido ou solicitado, de modo a permitir à empresa determinar se o produto ou o serviço de investimento considerado lhe é mais adequado.

Se, com base nas informações recebidas ao abrigo do parágrafo anterior, a empresa de investimento considerar que o produto ou serviço não é adequado ao cliente ou potencial cliente, deve avisá-lo desse facto. Este aviso pode ser feito em formato normalizado.

No caso de o cliente ou cliente potencial decidir não fornecer as informações a que se refere o primeiro parágrafo, ou não fornecer informações suficientes, sobre os seus conhecimentos e experiência, a empresa de investimento deverá avisar o cliente ou cliente potencial de que essa decisão não permitirá à empresa determinar se o produto ou serviço de investimento considerado lhe é adequado. Esse aviso pode ser feito em formato normalizado.

A CVM, por meio do Edital de Audiência Pública nº 4/09¹⁷¹ que submeteu à audiência pública as novas normas e procedimentos a serem observados nas operações

¹⁶⁹ Em dezembro de 2009, a distribuição da negociação por tipo de investidor no mercado de ações da BM&FBOVESPA contou com 26,5% de pessoas físicas, contra 31,6% de estrangeiros e 29,2% de investidores institucionais. Cf “Relatório Mensal de Análise dos Dados Operacionais de dezembro de 2009” Disponível:http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/comunicados_noticias/noticias_corporativas/Mensal_Dezembro09.pdf. Acesso em 11 de janeiro de 2010.

¹⁷⁰ Disponível em <http://www.fd.uc.pt/CI/CEE/pm/LegCE/CE-Directiva%202004-39.pdf>. Acesso em: 11 de janeiro de 2010

¹⁷¹ O Edital ainda esclarece que: A importância dos intermediários na preservação da integridade do mercado é cada vez mais reconhecida pelos organismos internacionais. Para que eles desempenhem essa função, uma regulação eficiente do mercado de valores mobiliários deve induzi-los a estabelecer práticas operacionais capazes de cumprir a regulamentação em vigor e, ao mesmo tempo, prevenir irregularidades e ilícitos por parte dos participantes do mercado. Por isso, a Minuta considera com destaque as regras e os procedimentos internos dos intermediários. De acordo com a proposta, os intermediários devem adotar regras, procedimentos e controles internos para implementar e supervisionar o cumprimento da regulamentação do mercado de valores mobiliários, inclusive por parte de seus clientes. A estrutura operacional e a organização interna dos intermediários devem ser capazes de identificar os comportamentos desejáveis previstos na Lei, na regulamentação da CVM e nas regras estabelecidas pelas entidades administradoras de mercados organizados em relação a uma determinada operação ou situação, bem como estabelecer mecanismos apropriados para assegurar o cumprimento de tais normas, reduzindo, dessa forma, o risco de irregularidades ou infrações. São

realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados, deixa clara a necessidade de que os intermediários adotem os modelos de atendimento a clientes inspirados por esse princípio, esclarecendo que:

a Minuta inova ao introduzir, dentre os deveres de conduta dos intermediários, princípios relativos ao dever de verificar a adequação (suitability) da operação ao perfil do cliente antes de realizá-la. Há algum tempo a CVM está analisando a adoção de regras sobre suitability. Em 2007, foi colocada em audiência pública uma minuta de instrução que versava especificamente sobre o tema e desde então o assunto tem sido intensamente debatido com o mercado. A CVM acredita que suitability seja um assunto que mereça debate apartado e provavelmente regulação detalhada a respeito. No entanto, seguindo tendências internacionais, a Minuta estabelece como um princípio (sem definir os meios para tanto) o dever de o intermediário realizar operações adequadas aos seus clientes. Para esta finalidade, o intermediário deve verificar, de um lado, o objetivo pretendido por seu cliente, antes de executar a operação ou conjunto de operações e, de outro lado, a compatibilidade dessa operação ou conjunto de operações com o perfil de risco, histórico de investimento, conhecimento financeiro e situação patrimonial do cliente. Caso haja incompatibilidade, a Minuta determina então que o intermediário deva abster-se de realizar a operação ou conjunto de operações, salvo se o cliente assinar, previamente à realização de cada operação, declaração atestando que está ciente de que tal operação é incompatível com seus objetivos de investimento, perfil de risco, histórico de investimento, conhecimento financeiro ou situação patrimonial.

Nesse aspecto, o intermediário é obrigado a realizar uma análise subjetiva de cada cliente, levando em consideração seu conhecimento individual sobre os riscos e características dos investimentos, mercados e operações. Trata-se, portanto, da imposição de um atendimento não massificado, em que cada investidor deve ser tratado segundo suas características peculiares¹⁷².

consideradas infrações à Minuta não apenas a inexistência de regras, procedimentos e controles, como também a sua não-implementação ou a implementação falha ou inadequada, evidenciadas, inclusive, pela reiterada ocorrência de falhas ou problemas que deveriam ser evitados por tais normas internas.

¹⁷² É possível ponderar, teoricamente, que os cuidados no atendimento dos investidores visam, não só a devida proteção de seus interesses individuais (que constitui o efeito principal e imediato das regras dos deveres de proteção ao investidor), como também, a preservação do próprio paradigma teórico da justa formação de preços dos valores mobiliários pela livre atuação racional dos agentes compradores e vendedores. Espera-se que uma estrutura robusta e preparada de atendimento aos investidores funcione como um primeiro filtro, ou barragem, à entrada de investidores desavisados que em razão de falta de conhecimento e educação financeira possam tomar decisões pouco racionais que pervertam a lógica da justa formação de preços “segundo expectativas racionais formadas com base na informação disponível”. Obviamente o poder econômico desses investidores é ínfimo se comparado com o dos investidores institucionais e qualificados, razão pela qual, na ótica dos grandes números, a atuação desses investidores, por enquanto, não é determinante para causar distorções e desvios relevantes nas cotações (a exceção dos ativos pouco líquidos, em relação aos quais qualquer mínima negociação é capaz de acarretar sensível oscilação na cotação). De qualquer forma, considerando a massa de investidores que, a médio ou longo prazo, podem ser atraídos para o mercado de bolsa brasileiro é prudente que essa questão seja tratada de forma preventiva, a fim de que o movimento de popularização do mercado de bolsa ocorra de forma sustentada. Nesse contexto, ganham relevância a educação

Esse paradigma, flagrantemente protecionista dos interesses dos investidores, convive com o paradigma do padrão de conduta do homem médio (tradicional conceito do *bonus pater familias*) comumente utilizado na prática jurídica para estabelecimento do conteúdo dos padrões de diligência e para apuração de culpa nos casos de reparação de danos (questão presente nos processos do MRP), segundo um modelo ideal de racionalidade de um “ser cauteloso e prudente”.

Diante dessa realidade, a relação entre intermediário e cliente, no mercado de bolsa, deve ser enfocada segundo esses dois paradigmas procurando-se equilibrar, de um lado, as regras de *suitability* que valorizam as características pessoais de cada investidor e, de outro, o comando geral de que as pessoas sejam cautelosas com seus próprios interesses, conforme um padrão médio (e não mais individual) de conduta diligente.

Essa tensão entre padrões individuais e subjetivos e padrões de diligência gerais e objetivos parece ser uma questão essencial dos regramentos das condutas inter-subjetivas. Exemplificativamente podemos citar a inteligente ponderação realizada por Varela (2000, 573/574) ao estudar o conceito de culpa. Segundo esse autor:

assentando a mera culpa, em qualquer das suas variantes¹⁷³, na omissão de um dever de diligência (o dever de não confiar leviana ou precipitadamente na não verificação do facto ou do dever de o ter previsto e ter tomado as providências necessárias para o evitar), as principais questões que se levantam constituem em saber quais são as coordenadas que definem esta diligência e qual é o verdadeiro conteúdo ou substância desse dever. Trata-se em primeiro lugar, de saber qual é o padrão por que se afere a conduta do lesante ou, por outras palavras, qual é a bitola com que se mede o grau de diligência que dele é exigível: será a diligência que o agente costuma aplicar nos seus actos (*diligentia quam suis rebus adhibere solet*),

financeira, a ampla divulgação de informação e a melhoria no padrão do atendimento dos investidores pela indústria de intermediação.

¹⁷³ O autor se refere à classificação anteriormente explanada em sua obra, na qual afirma que: “diferente do dolo, em qualquer de suas variantes, é o conceito de mera culpa ou negligência, a qual consiste na omissão da diligência exigível do agente. No âmbito da mera culpa cabem, em primeiro lugar, os casos em que o autor prevê a produção do facto ilícito como possível, mas por levandade, precipitação, desleixo ou incúria crê na sua não verificação, e só por isso não toma as providências necessárias para o evitar. Este é o recorte psicológico dos casos que integram a culpa consciente. Ao lado destes, há numerosíssimas situações da vida corrente, em que o agente não chega sequer, por imprevidência, descuido, imperícia ou inaptidão, a conceber a possibilidade de o facto se verificar, podendo e devendo prevê-lo e evitar a sua verificação, se usasse da diligência devida. É o caso do fumador inveterado que, inadvertidamente, lança o cigarro para fora, provocando incêndio em seara ou casa alheia, ou o condutor imprudente e distraído que, em animada discussão com outros ocupantes do veículo, se não apercebe sequer da passagem no cruzamento perigoso onde devia afrouxar a velocidade. Fala-se nestes casos em culpa inconsciente. A mera culpa (quer consciente quer inconsciente) exprime assim uma ligação da pessoa com o facto menos incisiva do que o dolo, mas ainda assim reprovável ou censurável. O grau de reprovação ou de censura será tanto maior quanto mais ampla for a possibilidade de a pessoa ter agido de outro modo, e mais forte ou intenso o dever de o ter feito. Perigo eminente exige atenção redobrada, como dizem alguns autores.”

de que ele se revela habitualmente ser capaz, ou é antes a diligência de um homem normal, medianamente sagaz, prudente, avisado e cuidadoso? No primeiro caso, mede-se a culpa em concreto, pelo figurino real do próprio lesante; no segundo, determina-se a culpa em abstracto, pelo modelo de um homem-tipo, pelo padrão de um sujeito ideal, a que os romanos deviam a designação prosaica de *bonus pater familiar*, e que é, no fundo, o tipo de homem-médio ou normal que as leis têm em vista ao fixarem os direitos e deveres das pessoas em sociedade.

Sobre a relatividade do conceito de homem médio para resolver as questões referentes ao estabelecimento do conteúdo dos padrões de conduta, também interessa a ponderação de Bussani¹⁷⁴ (2000, 37/38) que, em estudo de direito comparado sobre a noção de culpa, afirma que:

(...) não é assim tão seguro – e este é o ponto que deve ser esclarecido – que um emprego indiscriminado do parâmetro do homem médio permita (ou tenha permitido) sempre, isto é, em todas as hipóteses de responsabilidade por culpa, a satisfação dos objetivos e pressupostos em virtude dos quais a escolha daquele modelo de juízo se declara justificada. São considerados por primeiro os indivíduos mais débeis que a média, ou seja, os menores, os anciãos, os portadores de doenças físicas ou psíquicas. Não há dúvida de que impor a eles um standard de diligência expresso (...) é um cânone seguramente bem alinhado com as exigências de desenvolvimento do comércio e da promoção da segurança social, mas bastante difícil de harmonizar com uma série de dados que podendo ser encontrados em variados componentes do sistema (nos níveis normativo, jurisprudencial e doutrinário), tendem a salvaguardar o princípio da igualdade substancial entre os concidadãos: visando não só garantir o respeito à personalidade (ou reforçar a tutela dos direitos fundamentais) dos menores, anciãos ou deficientes, mas também a promover, de qualquer maneira, a integração desta categoria de sujeitos ao seio das relações de natureza social.

O equilíbrio entre os estímulos ao tratamento pessoal dos investidores segundo seus padrões e características individuais (por meio das regras de suitability) e os estímulos para o dever geral de cautela e diligência na realização das operações segundo um modelo ideal de racionalidade parece ser, em teoria, a justa medida para se atrair investidores cautelosos ao mercado de bolsa, que tenham um mínimo de conhecimento necessário para tomarem decisões racionais de investimento.

¹⁷⁴ Ressalve-se que o autor está analisando o âmbito da culpa para fins de aferição da responsabilidade civil, o que, tecnicamente, é distinto da forma de aferição do padrão de conduta da boa-fé objetiva. Porém, como, na prática, ambos os institutos se valem da expressão “diligência do homem médio”, entendemos conveniente trazer a lume esta ressalva interessante do referido autor.

Na prática, esse enfoque exige dos intermediários vultosos investimentos na estrutura de atendimento dos investidores. Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública nº 4/09¹⁷⁵ esclarece que as novas regras aplicáveis à intermediação visam:

- i) estabelecer um modelo de regulação das operações baseado, prioritariamente, na adoção, implementação e supervisão de regras, procedimentos e controles internos estabelecidos pelos próprios intermediários com base em parâmetros mínimos determinados pela Instrução e pelas entidades administradoras de mercados regulamentados;
- ii) aprimorar a disciplina das operações realizadas em mercados regulamentados de valores mobiliários frente ao impacto dos avanços tecnológicos no relacionamento entre clientes e intermediários; e
- iii) estabelecer padrões mais estritos e éticos para as condutas dos intermediários em seu relacionamento com clientes.

Verifica-se, portanto, que a exemplo da norma sobre a estrutura, organização e funcionamento das entidades administradoras do mercado de bolsa, que exige a internalização de uma estrutura de autorregulação, as normas aplicáveis à intermediação convergem para a imposição de uma estrutura de controles e procedimentos que devem ser internalizados pelos intermediários para que atendam, da melhor forma, os interesses dos investidores e previnam a ocorrência de operações fraudulentas e práticas ilícitas de mercado que, em última análise, acarretam prejuízos a todos os investidores.

Nesse aspecto, uma das inovações da nova minuta de instrução que regulamenta a intermediação estabelece que os intermediários devem ter, no mínimo, dois diretores, um responsável pelo cumprimento dos procedimentos e controles internos destinados ao atendimento dos investidores e outro responsável pela supervisão desse cumprimento. Trata-se, portanto, da imposição de uma estrutura de controle interno que robustece nos debates travados no “palco executivo” dos intermediários a consideração das questões relativas à

¹⁷⁵ O Edital ainda esclarece que: “a importância dos intermediários na preservação da integridade do mercado é cada vez mais reconhecida pelos organismos internacionais. Para que eles desempenhem essa função, uma regulação eficiente do mercado de valores mobiliários deve induzi-los a estabelecer práticas operacionais capazes de cumprir a regulamentação em vigor e, ao mesmo tempo, prevenir irregularidades e ilícitos por parte dos participantes do mercado. Por isso, a Minuta considera com destaque as regras e os procedimentos internos dos intermediários. De acordo com a proposta, os intermediários devem adotar regras, procedimentos e controles internos para implementar e supervisionar o cumprimento da regulamentação do mercado de valores mobiliários, inclusive por parte de seus clientes. A estrutura operacional e a organização interna dos intermediários devem ser capazes de identificar os comportamentos desejáveis previstos na Lei, na regulamentação da CVM e nas regras estabelecidas pelas entidades administradoras de mercados organizados em relação a uma determinada operação ou situação, bem como estabelecer mecanismos apropriados para assegurar o cumprimento de tais normas, reduzindo, dessa forma, o risco de irregularidades ou infrações. São consideradas infrações à Minuta não apenas a inexistência de regras, procedimentos e controles, como também a sua não-implementação ou a implementação falha ou inadequada, evidenciadas, inclusive, pela reiterada ocorrência de falhas ou problemas que deveriam ser evitados por tais normas internas”.

melhoria e aperfeiçoamento dos padrões de atendimento dos investidores, com o objetivo de evitar a renegação da consideração desses interesses perante interesses comerciais do intermediário.

A estrutura de autorregulação do mercado de bolsa, por sua vez, deverá cumprir relevante papel para fiscalizar o cumprimento pelos intermediários das novas regras sobre intermediação. Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública nº 4/09, esclarece que:

a Minuta também tem por objetivo fortalecer a autorregulação sobre as atividades desempenhadas pelos intermediários. A Minuta busca fazer uso da estrutura de autorregulação existente nos mercados regulamentados para promover não somente a elaboração de certas regras, mas também a fiscalização do cumprimento de tais regras. Por isso, a Minuta reserva um papel muito importante para entidades administradoras dos mercados organizados no que diz respeito à disciplina das operações realizadas com valores mobiliários em tais mercados. Em especial, a Minuta atribui às entidades administradoras de mercados organizados as seguintes responsabilidades: i) editar regulamento sobre o sistema que os intermediários devem adotar para gravar todos os diálogos entre seus prepostos e clientes, de forma a registrar as ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz; ii) aprovar as regras adotadas pelos intermediários sobre execução de ordens; iii) definir o conteúdo mínimo, aprovar e fiscalizar as regras internas adotadas pelos intermediários autorizados a operar nos mercados sob sua administração para o cumprimento dos deveres de conduta previstos na Minuta; iv) editar regulamento sobre o funcionamento dos sistemas eletrônicos de conexões automatizadas; v) definir o conteúdo mínimo e as condições de uso do cadastro simplificado de investidores não-residentes; e vi) manter mecanismos de controle que garantam o cumprimento das condições de uso do cadastro simplificado de investidores não-residentes.

4.5. Lealdade e confiança

A confiança é requisito essencial para a existência dos mercados. Trata-se de um sentimento subjetivo, baseado em expectativas racionais sobre informações disponíveis conjugado com intuição e crença, diante da impossibilidade de se reunir todas as informações necessárias para a formação de um juízo racional puro.

Considerando que, diante da complexidade dos sistemas econômicos e financeiros as informações são dispersas e incompletas, a confiança é, em sua essência, um elemento subjetivo que conjuga fé e razão. O indivíduo confia com base em juízos racionais sobre as informações disponíveis que consegue aglutinar e compreender e em intuições, ou crenças, irracionais, sobre aquilo que não consegue explicar ou prever.

Quanto maior for a qualidade da informação disponível no sentido de reduzir a incerteza, maior será a possibilidade do comportamento dos indivíduos se pautar segundo uma racionalidade previsível.

Um mercado pouco transparente, sem regras claras de funcionamento e divulgação de informações precisas sobre os bens nele negociados certamente não inspirará confiança. A desconfiança se traduz em pouca liquidez, fuga de investidores e investimentos, enfim, a ruína do mercado.

De fato, é inegável que os indivíduos tendem a fugir de ambientes de desconfiança. Com a tecnologia atual e a rapidez de propagação da informação, escândalos de deslealdade podem ter efeito imediato e devastador na cotação dos ativos, uma vez que os investidores terão rápido acesso à informação e condições tecnológicas de se desfazer de posições em poucos minutos.

O tema da lealdade e da confiança nas relações civis e comerciais é estudado há tempos, desde os primórdios do direito romano e possui forte vinculação com valores morais e éticos.

A lealdade e a confiança aparecem como uma fórmula par¹⁷⁶, *treu und glauben*, no direito germânico medieval, porém de forma pouco sistematizada e inspirada em ideais de honradez e respeito pela palavra empenhada. Naquela época, não havia a cultura de se adotar discursos racionais e científicos para justificar e modelar o padrão de conduta que regeria o comportamento das pessoas. Era a boa-fé influenciada pelos valores da cavalaria, com os ideais de honradez, bravura e lisura, que justificavam a necessidade de fazer valer a palavra empenhada, qualquer que fosse o conteúdo da promessa, sob pena de graves sanções àquele que descumprisse seu juramento¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Fórmula par, segundo Menezes Cordeiro (1997, 166) visa reforçar o sentido comum dos pares, alterar o sentido de um deles, em função do outro, quando comportem significados diferentes ou, ainda, constituir um lexema integralmente novo.

¹⁷⁷ Menezes Cordeiro (1997, 176) afirma que: “o ideal da cavalaria, com seu cortejo de valores ingênuos – honradez, bravura, lisura – apresentados como auto-suficientes e como absolutos e, sobretudo, com a sua linguagem, teve, na evolução subsequente da boa-fé um relevo que só agora pode ser avaliado. Os traços fundamentais da sua influência são a objectividade e o irracionalismo. Objectividade: a boa-fé germânica não se preocupava com estados de ciência ou com intuitos, antes acentuando o ritual, o padrão social, a exterioridade. Fundamental seria sempre o julgamento da opinião pública, cuja aprovação ou censura eram, por excelência, o motor da actuação jurídica medieval (...) Irracionalismo: não se vislumbrava, no emprego medieval da boa-fé germânica, nem a sua integração numa ciência do discurso deliberadamente criada e desenvolvida para sensibilizar ou convencer contraditores, juízes ou assembléias nem a sua utilização científica como expressão técnico jurídica (...) A boa-fé germânica conseguiu a objectivação a custa do racionalismo”.

A partir do jusracionalismo e das codificações dos sistemas jurídicos, a lealdade e a confiança ganham contornos mais objetivos e racionais, por meio do estabelecimento de deveres às partes das relações jurídicas.

No mercado de valores mobiliários, esses deveres de lealdade estão positivados em diversas normas, em especial aquelas que obrigam o intermediário a atender o melhor interesse do investidor; executar as ordens nas melhores condições de preço; tratar equitativamente os investidores; evitar a realização de operações em situações de conflito de interesses (*front-running*); não executar operações excessivas e desnecessárias com o intuito de gerar corretagem (*churnnig* ou *excessive trade*), enfim, uma série de deveres destinados a manter a lealdade e a confiança nas relações negociais envolvidas nas operações bursáteis.

Conforme anteriormente comentado, a estrutura de autorregulação cumpre importante função para manter a credibilidade do mercado de bolsa e a confiança dos investidores, evitando a execução de operações que pervertam a lógica da formação dos preços como resultado do equilíbrio entre as forças reais de oferta e demanda dos valores mobiliários admitidos à negociação e exigindo dos intermediários elevados padrões de conduta no atendimento aos investidores. Isto se dá por meio de suas atividades de supervisão e fiscalização, bem como pelo efeito educativo das penalidades aplicadas aos intermediários em caso de infração às regras de mercado.

CAPÍTULO 5 - TEORIA PALCO-PLATÉIA

A mistura de estilos pode ser uma ótima estratégia quando se pretende obter o efeito crítico. Em geral, toma-se o naturalismo como linguagem-objeto e alvo de uma outra (meta) linguagem, a qual critica as obsessões e limitações da primeira. Em “Babilônia” (2001) fizemos uma experiência de desconstrução bem próxima disso. Primeiramente mostrávamos várias histórias contrapondo sempre dois tipos de personagens: os que eram integrados ao sistema e os que contrariavam o status quo. No final, depois de umas doze cenas mostrando essa oposição, experimentamos transpor a dialética para o nível do discurso, desmanchando o cenário diante do público, abaixando as bambolinas, levantando as coxias e revelando a nudez do palco, em sua realidade física, em seu grau zero. A ruptura no plano da enunciação causava inicialmente um silêncio, um susto, um espanto, mas depois o público aplaudia, como se reconhecesse a necessidade de acordar de um sonho (Camargo, 2003).

O palco trabalha arquétipos e mitos. A norma jurídica idem. Não é a toa que toda boa doutrina jurídica, ao analisar a norma, se refere, ainda que superficialmente, aos filósofos gregos, aos economistas liberais do século XVII. É a perpetuidade dos mitos. Os paradigmas reverberam por anos, décadas, séculos. Isso ocorre nas ciências e na arte. Mas tudo isso depende da platéia. Enquanto ela estiver aplaudindo ou vaiando com vigor o paradigma está vivo, mas, quando ela começar a pestanejar e cair em sono profundo, então, pode se ter certeza, que o paradigma se esvaiu.

5.1. A gênese da teoria palco-platéia: interação entre regulação e autorregulação

A análise das estruturas de autorregulação adotadas pelas entidades administradoras de mercado de bolsa em diferentes contextos históricos revelam uma estreita relação entre a

evolução das estruturas de autorregulação com o movimento de afirmação e desenvolvimento dos princípios democráticos nas instituições públicas e privadas e a objetivação da boa-fé no Direito Civil e Comercial.

O que outrora se caracterizava por uma autorregulação profissional dos corretores de bolsa, simbolizada por um palco no qual contracenavam representantes de uma única classe (classe dos intermediários donos da bolsa), evoluiu para uma autorregulação de mercado, que equilibra os interesses de seus diversos participantes e *stakeholders*, integrada à regulação que lhe confere legitimidade e efetividade.

Essa evolução das estruturas de autorregulação no mercado de bolsa parece acompanhar o desenvolvimento do conhecimento sobre os processos decisórios no micro (do indivíduo) e no macro (do Estado e das instituições), conhecimento esse que, em nosso entendimento, inspira a arquitetura dos mais modernos modelos de administração estatal e de governança corporativa das instituições privadas, sendo, também, base da evolução tecnológica que imita o funcionamento do cérebro humano, arquitetando a inteligência artificial mediante a criação de algoritmos e redes neurais em máquinas cada vez mais sofisticadas e velozes, as quais comandam as ordens de compra e de venda de valores mobiliários no mercado de bolsa.

Nesse sentido, parece-nos que o estudo sobre a interação entre regulação e autorregulação no mercado de bolsa é apenas um fragmento de uma questão essencial.

A questão essencial é que a formação dos juízos individuais e das convenções sociais é fruto da interação entre regulação (tomada no sentido amplo de estímulos externos ao organismo) e autorregulação (tomada no sentido amplo de estímulos internos ao organismo), interações essas que ocorrem entre ambientes e sistemas estruturados que se comunicam e se influenciam reciprocamente.

Nesse sentido, cabe mencionar um trecho do pensamento de Luhmann (1983, 168) sobre a questão do direito como estrutura da sociedade, à luz da teoria sociológica de sistemas, que enfoca, sobretudo, a relação sistema-ambiente:

Parece lógico que se conceba a sociedade como um sistema social que, em um ambiente altamente complexo e contingente, é capaz de manter relações constantes entre as ações. Para tanto o sistema tem que produzir e organizar uma seletividade de tal forma que ela capte a alta complexidade e seja capaz de reduzi-la a base de ação passíveis de decisões. Quanto mais complexo é o próprio sistema, tanto mais complexo pode ser o ambiente no qual ele é capaz de orientar-se coerentemente. A complexidade de um sistema é regulada, essencialmente, por meio de sua

estrutura, ou seja pela seleção prévia dos possíveis estados que o sistema pode assumir em relação ao seu ambiente . Por isso as questões estruturais, e entre elas as questões jurídicas, são a chave para as relações sistema/ambiente e para o grau de complexidade e seletividade alcançável nessas relações. Essas hipóteses, que pretendem validade para qualquer tipo de sistema social (famílias, empresas, conventos, associações, ou mesmo festas, conferências, etc.) são especialmente importantes para a sociedade. A sociedade é aquele sistema social cuja estrutura regula as últimas reduções básicas, às quais os outros sistemas sociais podem referir-se. Ela transforma o indeterminado em determinado, ou pelo menos em uma complexidade determinável para outros sistemas. A sociedade garante a outros sistemas um ambiente por assim dizer domesticado, de menos complexidade, um ambiente no qual já está excluída a aleatoriedade das possibilidades, fazendo assim com que ele apresente menos exigências à estrutura do sistema. Nesse sentido a estrutura da sociedade possui uma função de desafio para os sistemas parciais formados na sociedade.

Do caos, advém a ordenação pela convergência e seletividade de interesses entre indivíduos que reduzem suas respectivas complexidades internas em mensagens exteriorizadas por meio da linguagem, que são disputadas e debatidas nas relações sociais, convergindo para determinados modelos ideais de padrões de conduta e de estruturas que permitem maior previsibilidade e ordenação sobre os possíveis comportamentos dos indivíduos.

O movimento de positivação característico dos ordenamentos jurídicos transforma o *dubium* em *certum*, o caos em ordem, para conferir uma base mais segura a partir da qual se desenvolverão outros sistemas sociais. A dinâmica social e a própria ciência do Direito, entretanto, não deixam de questionar o *certum* das normas.

Esse movimento de positivação é analisado pelo professor Tércio Sampaio (1997, 159) por meio da análise das situações comunicativas envolvidas nos processos de normatização e decisão. Nesse sentido, o renomado professor afirma que:

No campo jurídico, a positivação vai exigir do homem um papel ambíguo: fundamento de todas as positivities, ele é também o objeto da positivação. Sob o ponto de vista do discurso, a positivação expressa, assim, de um lado, o domínio dos valores e finalidades valorados ideologicamente, onde se permite apenas a discussão técnico-instrumental. A passividade do ouvinte nessa situação comunicativa, em que o homem desempenha o papel de objeto da positivação, donde a determinação do objeto do discurso da norma como um *certum*, permite, porém, o controle de relativamente poucas expectativas de comportamento. Sendo o homem, de outro lado, fundamento das positivities, o estabelecimento daquele *certum* corre o risco de não preencher a sua função, dificultando-a, ao contrário. Se em sociedades relativamente estáticas isso não chega a constituir um problema de grande envergadura, naquelas onde os processos psíquicos, econômicos, políticos manifestam maior instabilidade, a rigidez de que pode ser dotado o discurso da norma pela fundamentação ideológica, o que é aliás condição para a estabilidade na condução dos processos decisórios, pode tornar-se um fator de instabilidade, isto é, no interesse da decisão, em que a norma serve ao ato

decisório, não pode haver decisão sobre a norma. É isso o que limita e possibilita a discussão-contra judicial. Na medida, porém, em que por meio disso o *dubium* se torna aparentemente eliminado, limita-se também a capacidade do discurso judicial no que se refere à solução de conflitos. Assim, a relativa incompatibilidade entre a estrutura eminentemente dialógica da discussão-contra e a presença desse momento monológico no discurso da norma exige, na verdade, o recurso a outra forma do discurso: a discussão-com cuja dialogicidade não exclui a monologicidade. A discussão-com, na totalidade complexa da experiência discursiva do direito, vem a constituir uma espécie de *filtro* que nos permite evitar uma falsa compreensão da dogmática jurídica, ‘como se o prévio e necessário reconhecimento das normas positivadas pelo legislador ou pelo órgão competente (*lex prima facie valet*) impusesse ao aplicador do direito a aceitação passiva dos enunciados normativos’. Em que pese o momento monológico da dogmaticidade, o discurso jurídico manifesta-se predominantemente dialógico (...) Aí, aquilo que no momento monológico da dogmaticidade é posto como *certum*, é questionado também em relação a outros dogmas (questionamento ‘dogmático’) ou de modo a transcender aqueles dogmas (questionamento ‘zetético’). Põe-se à prova a sustentabilidade de ações lingüísticas, mas tendo em vista assinalar sugestões, apontar possibilidades, desvendar caminhos para eventual discussão-contra.

O discurso presente nos palcos regulatórios converge para uma “homologia”¹⁷⁸, que pressupõe conhecimento técnico e redução da complexidade, para estabelecimento de mensagens deonticas para uma platéia heterogênia.

Evidencia-se, assim, a importância das relações comunicativas estabelecidas entre sociedade e indivíduo, ou entre ambiente e indivíduo, para a efetividade da regulação. As normas jurídicas cumprem papel relevante para reduzir a incerteza e conferir o máximo de segurança às relações, ao mesmo tempo em que, ao conferirem espaços de “permissão”, permitem o desenvolvimento de novas possibilidades e a criação de outros modelos de conduta e de instituições sociais.

As decisões individuais levam em conta as pressões internas (“aparelho pulsional”¹⁷⁹ - estímulos endógenos) do indivíduo e as pressões externas (estímulos exógenos) exercidas pelo ambiente, composto pelas instituições públicas e privadas e por outros indivíduos, em que o ordenamento jurídico, compreendido pelas normas postas, exerce papel relevante, determinando as esferas do “proibido”, “obrigatório” e “permitido”.

Por meio de um enfoque distinto do empregado por Luhmann, Wilhelm Reich (1998, 4) analisa a questão da influência do ambiente social sobre a formação da estrutura psíquica dos indivíduos, afirmando que:

¹⁷⁸ Conforme Tércio Sampaio (1997, 165): “A homologia só ocorre quando as partes são racionais e peritas, isto é, seu discurso é fundamentante e aberto à crítica e estão dotadas as mesmas condições para verificarem intersubjetivamente as ações lingüísticas propostas.”

¹⁷⁹ Expressão emprestada de Reich (1998, 4).

no escopo mais amplo da questão acerca da função sociológica da formação do caráter, temos que atentar para um fato que, embora bem conhecido é malcompreendido em seus pormenores, a saber, o de que certas estruturas humanas médias são inerentes a determinadas organizações sociais, ou, em outras palavras, cada organização social produz as estruturas de caráter de que necessita para existir. Na sociedade de classes, a classe dominante existente assegura seu domínio com o auxílio da educação e da instituição da família, tornando suas ideologias as ideologias dominantes de todos os membros da sociedade. Contudo, não se trata apenas de implantar as ideologias em todos os membros da sociedade. Não se trata de inculcar atitudes e opiniões, mas de um processo muito mais amplo, envolvendo cada nova geração de uma sociedade, com o fim de modificar e modelar estruturas psíquicas, em todas as camadas da população, em conformidade com a ordem social. Assim, a psicologia científica natural e a caracterologia têm uma tarefa claramente definida: traçar os caminhos e mecanismos pelos quais a existência social dos homens se transforma em estrutura psíquica e, conseqüentemente, em ideologia. A produção social de ideologias deve ser diferenciada, portanto, de sua reprodução no povo de qualquer sociedade. O estudo da primeira é tarefa da sociologia e da economia, enquanto a determinação da segunda cabe à psicanálise. Esta última deve pesquisar em que medida não somente a existência material imediata (alimentação, habitação, vestuário, processos de trabalho, ou seja, o modo de vida e a maneira como as necessidades são satisfeitas), mas também a chamada superestrutura social (moral, leis e instituições) afetam o aparelho pulsional. Ela deve determinar, da maneira mais completa possível, os inúmeros laços da transformação da “base material” em “superestrutura ideológica”. Não pode ser indiferente à sociologia se a psicologia cumpre adequadamente e até que ponto essa tarefa, porque o homem é antes de mais nada, o *objeto* de suas necessidades e da organização social que regula a satisfação dessas necessidades, desta ou daquela maneira. Em sua posição de objeto de suas necessidades, entretanto, o homem é, também e ao mesmo tempo, o *sujeito* da História e do processo social do qual “ele próprio é o autor”, não, certamente, como gostaria, mas condicionado por certos pressupostos econômicos, culturais, que determinam o conteúdo e o resultado da ação humana.

Apesar de enfocarem a questão da relação indivíduo-sociedade segundo premissas distintas, é possível identificar um elemento comum nas teorias propostas por Luhmann e Reich que consiste na relevância da relação ambiente-sociedade e ambiente-indivíduo para a formação das estruturas de regulação das condutas.

Transplantando esse elemento para nossa especulação teórica, podemos aproximar o ambiente e a superestrutura social à regulação e o indivíduo à autorregulação.

A possibilidade dessa aproximação talvez fique clara a partir do seguinte pensamento de Luhmann (1983, 169):

o homem e a sociedade são reciprocamente ambiente. Cada um é para o outro demasiadamente complexo e contingente. E ambos são estruturados para viver harmonicamente. A estrutura e os limites da sociedade reduzem a complexidade e absorvem a contingência das possibilidades orgânicas e psíquicas. Eles representam principalmente limites com respeito ao próprio homem. Asseguram assim que as possibilidades dos homens sejam reciprocamente expectáveis (...) O direito é imprescindível enquanto estrutura, porque sem a generalização congruente de expectativas comportamentais normativas os homens não podem orientar-se entre si, não podem esperar suas expectativas.

Para Luhmann (1983, 168), portanto, os problemas de “estabilização das expectativas” devem ser avaliados à luz das relações entre sistema e ambiente. O que significa, para nossa especulação teórica, que os problemas de “estabilização das expectativas” devem ser avaliados por meio da análise da interação entre regulação e autorregulação.

A análise da questão da interação entre regulação e autorregulação, tomadas em seus sentidos¹⁸⁰, amplos talvez seja mais facilitada nas micro-estruturas, nas quais há menor complexidade se comparadas às macro-estruturas.

Pensemos, portanto, no processo decisório individual que comanda a conduta do indivíduo. O indivíduo, ao decidir, realiza diversas associações e valorações mentais selecionando as mensagens recebidas do ambiente que lhe oferecem determinadas alternativas e padrões de decisão.

As informações recebidas do ambiente são processadas pelo cérebro humano que, por sua vez, já contém uma estrutura de arquétipos e de associações provenientes de experiências anteriores. Os estímulos advindos do ambiente são, nesse sentido, confrontados com os estímulos internos do indivíduo, fruto de sua rede neural e de seus movimentos pulsionais involuntários.

A reflexão sobre o processo de decisão pode revelar que as decisões individuais são, consciente ou inconscientemente, destinadas à promover o máximo de equilíbrio entre as pressões internas (autorregulação) e as pressões externas advindas do ambiente (regulação). Nesse sentido, dentre as diversas possibilidades, há uma tendência do indivíduo simplificar e reduzir suas decisões em ações que lhe garantam o máximo de equilíbrio, interno e externo, e o mínimo dispêndio de energia.

O indivíduo está sujeito a diversos ambientes (família, empresa, associações, clubes, Estado, etc.), cada qual com estruturas regulatórias peculiares e sobrepostas uma às outras. Em cada ambiente o indivíduo recebe mensagens e reage procurando se equilibrar.

Como objeto das normas, o indivíduo se encontra na platéia perante um palco regulador; como sujeito criador de normas o indivíduo sobe ao palco fisicamente ou representado por alguém.

¹⁸⁰ Regulação como estímulo externo (exógeno) ao organismo e autorregulação como estímulo interno (endógeno) ao organismo.

Podemos sugerir, na linha do acima exposto, que o ideal para o indivíduo é que haja o máximo de coesão entre os estímulos do ambiente (em nossa metáfora, os estímulos advindos dos palcos reguladores) e seus estímulos internos. Posto que, assim, o equilíbrio será alcançado de forma mais simples, sem muitos esforços e dispêndio de energia.

A evolução dos regimes democráticos segue esse vetor de reduzir a distância entre os estímulos do ambiente e os estímulos individuais. Conforme afirma Kelsen¹⁸¹ (2000, 32-33): “a discordância entre vontade do indivíduo, ponto de partida da exigência de liberdade, e a ordem estatal, que se apresenta ao indivíduo como vontade alheia, é inevitável; (...) num estado democrático (...) essa discordância se reduz a um mínimo aproximativo”.

Na prática, essa aproximação encontra sérios obstáculos¹⁸², em especial em sociedades complexas e dinâmicas, nas quais é evidente a heterogeneidade e mutabilidade das vontades e interesses individuais a serem atendidos.

As decisões sociais na macro-instituição, Estado, são tomadas em centros de representação de interesses, ou “palcos decisórios”: Congresso Nacional, Tribunais e órgãos do Poder Executivo. Nesses palcos, contracenam representantes do poder público, cujas decisões estimulam¹⁸³ os jurisdicionados (indivíduos e instituições) que, perante o palco decisório, encontram-se na platéia a ele sujeita.

Os integrantes da platéia, por sua vez, recepcionam a decisão (como estímulo externo advindo do palco) e as confrontam com suas respectivas estruturas mentais (convicções e vontades pessoais) e respondem ao estímulo advindo do palco. As decisões dos indivíduos e das instituições privadas também influenciam a forma de decisão dos representantes do poder público. Um comportamento convergente da platéia no sentido contrário ao estímulo advindo do palco afetará o palco que terá que decidir por alterar, excluir ou reforçar o estímulo.

¹⁸¹ Também é interessante e apropriada, a seguinte reflexão do autor: “Se deve haver sociedade e, mais ainda, Estado, deve haver um regulamento obrigatório das relações dos homens entre si, deve haver um poder. Mas, se devemos ser comandados, queremos sê-lo por nós mesmos” Cf. Kelsen (2000, 28).

¹⁸² Nesse sentido, ver Bobbio (1984), Kelsen (2000) e Campilongo (2000).

¹⁸³ Optamos pelo termo “estímulo” por ser mais abrangente. Na filosofia, estímulo significa “qualquer objeto capaz de excitar um receptor, ou seja, de provocar resposta num organismo vivo”. Cf. Abbagnano (2000, 375). Nesse sentido, o estímulo englobaria ato normativo, decisão judicial, decisão administrativa, ou seja, qualquer sinal ou informação que tem capacidade de influenciar o comportamento dos agentes de mercado.

A interação entre regulação e autorregulação, consideradas em seus respectivos sentidos amplos, se revela, intuitivamente, como axioma evidente nas relações inter-subjetivas e, também, no próprio processo de auto-conhecimento.

O indivíduo em seu eterno processo de auto-conhecimento muito provavelmente perceberá que grande parte de suas condutas são determinadas para equilibrar seus estímulos internos com os estímulos externos advindos do ambiente.

A interação significa ação recíproca. “A reciprocidade é o princípio da conexão universal das coisas no mundo, em virtude do qual elas constituem uma comunidade, um todo organizado¹⁸⁴”. A regulação interage com a autorregulação e vice-versa¹⁸⁵. O ser se autorregula conforme o ambiente em que vive e as regras às quais está sujeito. Mas os seres também influenciam o meio em que vivem, construindo, modificando e integrando as regras¹⁸⁶, às quais se sujeitam.

Nesse sentido amplo, a interação entre regulação e autorregulação se evidencia como axioma presente em todas as relações humanas.

Diante desta constatação, intuitivamente surgiu a teoria palco-platéia como forma de sugerir que a estrutura de autorregulação do mercado de bolsa deriva de um axioma evidente nas relações inter-subjetivas, qual seja: a interação entre regulação e autorregulação, tomadas em seus respectivos sentidos amplos de estímulo externo ao organismo e de estímulo interno ao organismo.

5.2. Representação geométrica e dinâmica da teoria palco-platéia

Uma das propostas da teoria palco-platéia é permitir a representação geométrica e física dos raciocínios ideais relativos à interação entre regulação e autorregulação.

O palco onde são tomadas as decisões pode ser associado ao centro de uma circunferência. O raio da circunferência é a medida da força e da abrangência da decisão. Os indivíduos e instituições sujeitas à decisão podem ser associados a pontos que integram a

¹⁸⁴ Abbagnano (2000, 835).

¹⁸⁵ As influências entre regulação e autorregulação, entretanto, não são de mesma intensidade e gradação. As influências são maiores ou menores de acordo com a convergência de interesses.

¹⁸⁶ Com exceção das chamadas “leis da natureza”, tais como os movimentos naturais.

circunferência, metaforicamente seriam integrantes da platéia em relação ao palco. Dada uma decisão, os indivíduos e instituições (pontos) a recebem como estímulo e respondem de uma determinada forma. A resposta do ponto reverbera perante os outros pontos próximos, que dada a proximidade¹⁸⁷, também receberão essa resposta como estímulo. Os pontos (indivíduos e instituições) que apresentam respostas convergentes tendem a se aglutinarem em classes e grupos de interesse.

Como as estruturas estão sobrepostas, um palco pode integrar a platéia de outros palcos, num movimento dinâmico de interação. Diferentemente da imagem da pirâmide kelseniana que retrata a hierarquia das normas jurídicas numa figura estática, as representações geométricas e dinâmicas propostas pela teoria palco-platéia tentam captar as interações entre pessoas e instituições que definem os conteúdos das normas jurídicas mediante processos decisórios individuais e sociais.

Nesse sentido, podemos nos valer, com as devidas adaptações¹⁸⁸, dos princípios fundamentais da dinâmica, aplicando-os às representações geométricas propostas pela teoria palco-platéia, para ilustrar as forças que as decisões advindas do palco causam nos indivíduos e nas instituições presentes na platéia.

Para tanto, nos são convenientes as definições de força centrípeta e centrífuga. A força centrípeta é a força que o centro exerce sobre o corpo atraindo-o. A força centrífuga é a força que o centro exerce sobre o corpo, repelindo-o.

Para fins de representação dinâmica da teoria palco-platéia, podemos comparar o movimento resultante da força centrípeta (que atrai o corpo para o centro) com o movimento do indivíduo ou instituição que se projeta para cumprir os programas e normas

¹⁸⁷ “Edward T. Hall observa que há quatro distâncias possíveis entre as pessoas: a íntima, a pessoal, a social e a pública. Para cada uma delas ele estabelece uma fase próxima e uma afastada: a distância íntima inclui desde o ato amoroso até o comportamento de luta, conforto, proteção (fase próxima); no outro extremo da classificação de Hall está a distância pública (acima de 7 metros) que caracteriza, por exemplo, a distância que se costuma manter diante de figuras públicas importantes. Hall criou o termo ‘proxêmica’ para se referir às observações e teorias inter-relacionadas, relativas ao uso que o homem faz do espaço como elaboração especializada da cultura” Cf. Roberto Gil Camargo (2003, 11/12)

¹⁸⁸ Considerando que o corpo, objeto de atuação das forças provenientes do centro, são os seres humanos, temos que considerar suas respectivas forças internas diante das forças advindas dos centros decisórios, não sendo possível, portanto, aplicar, sem ressalvas, os princípios da dinâmica que foram pensados independentemente dos processos intelectuais. De qualquer forma, o importante para a teoria palco-platéia não é calcular a força, aceleração e massa, mas sim representar idealmente os movimentos de interação entre regulação e autorregulação.

emanadas do palco central de regulação, seja por convicção, por adesão inconsciente ou por medo da sanção.

Já o movimento de força centrífuga (que afasta o corpo do centro) ilustra o movimento do indivíduo ou da instituição que descumpre os programas e normas emanadas do palco central de regulação, sofrendo a sanção que o marginaliza, ou optando por condutas ilícitas e clandestinas e, portanto, também marginalizadas.

Em sentido semelhante, os indivíduos e instituições que apresentam convergência de respostas a diferentes estímulos se atraem mutuamente formando *clusters* ou grupos de interesses com maior massa e, portanto, com maior força do que possuem em situação isolada.

5.3. Sistema jurídico aberto e a determinação do “dever-ser”

O sistema jurídico normatiza e regula as condutas humanas. A normatização e a regulação são realizadas por meio de decisões. Decide-se, no plano abstrato e geral, quais condutas serão obrigatórias, proibidas, ou permitidas e dentro da categoria das condutas permitidas, quais serão as condutas estimuladas e as desestimuladas. Decide-se, também, no plano individual e concreto, a solução para os litígios e a punição para as infrações.

O raciocínio jurídico é complexo e afirma uma visão dualista que separa o “ser” (Sein) do “dever ser” (Sollen), o “certo” do “errado”, o “bem” do “mal”. É o idealismo dualista e maniqueísta.

O “dever ser” é uma criação ideal e, portanto, possui conteúdo indeterminado e mutável conforme as vontades e as necessidades humanas. Qual é o melhor padrão de conduta? Qual exemplo a seguir? Qual sistema adotar? Qual programa e quais valores? Quais formas de controle e de organização? Entre diversas possibilidades, o conteúdo do “dever ser” é construído por discursos retóricos das mais diversas naturezas e associados a símbolos de transcendência, poder, força, tradição, eficiência econômica, sacralidade, dentre outros.

A estipulação do “dever-ser” se dá em diversos níveis macros e micros. Na “esfera” privada a estipulação se dá por meio da autorregulação e da celebração de contratos e na

“esfera” pública, por meio do ordenamento jurídico, da ética, da mídia e pelos usos e costumes (dever-ser consuetudinário).

São as instituições. As instituições podem ser definidas como organizações ideais e/ou materiais que moldam o comportamento humano, sejam elas formais (Estados, constituições, leis, direitos de propriedade, estatutos, contratos) ou informais (ética, moral, costumes, tradições, códigos de conduta, comunidades, moda).

Conforme afirma North (1991, 97):

são as instituições que permitem que os agentes econômicos (organizações e indivíduos) tomem decisões em um mundo de incerteza, em que os contratos são, por sua própria natureza, incompletos – seja pela limitação cognitiva dos tomadores de decisão, seja pela própria incerteza¹⁸⁹.

A humanidade vive, assim, em estado de vigilância perpétuo para cumprir programas ideais de aproximação do “ser” com o “dever ser”. Nesse, contexto o indivíduo é um ser em evolução, passivo de julgamentos, evitando as sanções, buscando o prêmio e o bem estar.

A estipulação do “dever-ser” se dá no plano das idéias e, posteriormente, pode ser externalizada, mediante o uso da linguagem, nas normas jurídicas escritas, ou no julgamento de casos concretos, por meio de decisões judiciais ou administrativas.

O ordenamento jurídico, entendido como o conjunto de normas jurídicas que enunciam o “dever ser” por meio da linguagem, pode ser um instrumento para manifestação, ou preservação de um determinado poder, ou de vários poderes, aparentemente identificados, ou não.

No Estado Absolutista o conteúdo do “dever ser” era estabelecido segundo a vontade do Rei soberano. No Estado Oligárquico o poder se concentrava nas mãos de pequenos grupos, ou classes, que estabeleciam as normas.

Na democracia, o poder emana do povo, é pulverizado e indeterminado e as normas jurídicas são criadas por representantes eleitos por meio do voto de todos os cidadãos.

Nesse cenário, considerando que a informação é dispersa e que, em tese, não há centro de decisões aparentemente definidos, os critérios de seletividade entre infinitas possibilidades são definidos segundo o livre arbítrio de cada indivíduo.

O livre arbítrio, porém, é condicionado ao “dever ser” já estipulado e positivado nas instituições públicas e privadas. O “dever ser” é o vetor, ou “centro de luz”, para onde os

¹⁸⁹ Tradução livre.

seres supostamente devem encaminhar seu ideal evolutivo, seu processo de individuação. Há o livre arbítrio, mas quem não cumpre com o programa do “dever ser” fica à margem, na sombra.

Nesse sentido, os debates revolucionários para se alterar e modificar, parcial ou totalmente, a esfera do “dever ser” nascem marginais e podem, ou não, evoluir a ponto de atingir o objetivo revolucionário de se tornarem centros de referência, ou, em outras palavras, palcos “formadores de opinião” que pressionarão as instituições democráticas a alterar o conteúdo do “dever ser” em seu favor¹⁹⁰.

Se a maioria dos indivíduos converge para o “dever ser” existente, os movimentos revolucionários não reverberam e permanecem marginais, na platéia, não se transformando em palco capaz de alterar o conteúdo do “dever ser”.

De forma geral, um “dever ser” inatingível e difícil de ser cumprido aumentará a marginalização, colocará na sombra muitos “seres”, aumentando, portanto, a força potencial da margem para pressionar as instituições a alterar o “dever ser”.

Em razão disso, os sistemas jurídicos (que são a expressão mais latente do “dever ser”) tendem a não se constituir como sistemas fechados compostos por ordenamentos jurídicos codificados completos e detalhados, tal como ocorria na escola da exegese.

Isto porque, um ordenamento jurídico rígido e fechado em suas verdades ainda que calcado nas melhores técnicas de previsibilidade racional, não consegue prever e acomodar toda a complexidade e diversidade dos fatos e condutas sociais. Nesse sentido, em sistemas fechados é muito maior a possibilidade do “dever ser” se tornar contrário ao “ser”, causando o efeito adverso da marginalização anteriormente comentada.

A abertura do sistema jurídico, portanto, é um vetor na sociedade contemporânea cada vez mais dinâmica e complexa.

Essa abertura se dá mediante a introdução de cláusulas gerais nos comandos normativos alargando a esfera do “permitido” que será obtemperada pelo julgamento caso a caso dos eventuais conflitos pelo Poder Judiciário; por meio de delegação de competência regulatória a órgãos públicos especializados, geralmente vinculados ao Poder Executivo; e,

¹⁹⁰ Esse fenômeno opera em todos os setores da vida humana. A concentração acarreta marginalização. Quem está no centro é tido como padrão e tem acesso a melhores condições do que quem está na margem. Quem está na margem poderá tentar se esforçar para chegar ao centro, a fim de desfrutar desse padrão que lhe é apresentado como conteúdo do “dever ser”, ou simplesmente se contentar com a marginalidade, ou, ainda, tentar perverter o conteúdo do “dever ser”, alterando seu centro de convergência, mudando o padrão.

também, por meio da delegação de competência regulatória à própria iniciativa privada, legitimando a autorregulação.

É nesse contexto, portanto, que se torna evidente a interação entre regulação e autorregulação. Trata-se da descentralização da competência de estabelecer modais deônticos, a fim de evitar a marginalização e viabilizar que o ordenamento jurídico recepcione os melhores padrões advindos da livre iniciativa e do livre arbítrio legitimados pelos princípios e normas gerais advindas da regulação.

Nesse sentido, Fábio Nusdeo (2005, 224) afirma que:

Parece clara a saturação do processo normativo regulamentar da vida econômica, bem como dificilmente manejável o gigantismo de certas agências estatais, donde a perspectiva futura aponta para uma desregulamentação progressiva em inúmeros campos (...) No entanto, a regulamentação estatal, de caráter direcional imediato não deverá desaparecer de forma total e absoluta, mas sim ser substituída, sempre que possível, por um outro tipo de ação: aquela patrocinada pela esfera oficial mas conduzida via autorregulação, ou seja, um processo de negociação de normas, medidas e iniciativas ajustado entre os principais interessados em uma dada solução. Criação a incorporar regras procedimentais de alto tecnicismo a fim de se evitar as ciladas de alguns processos de escolha pública (...) Trata-se de tirar ou atenuar o caráter estatal ou puramente governamental da regulamentação pública de alguns setores da atividade econômica. Como é sabido, o público não precisa necessariamente envolver o governo ou apenas o governo. O seu âmbito é, por excelência, a sociedade como um todo. Esta mesma dimensão procedimental aplica-se igualmente ao próprio processo de elaboração de normas legais ou regulamentares, as quais não podem ser fruto exclusivo de decisões por órgãos puramente político (parlamento, câmaras de vereadores, assembleias) permeáveis a grupos de pressão, mas devem envolver, de forma aberta, a presença dos interesses relevantes por elas afetados em diferentes estágios.

5.4. Palco como representação de interesses e poder constituinte de uma mensagem normativa

Uma importante questão que se coloca é saber se o ato criador do Direito e das instituições é um ato derivado da natureza, da razão ou da vontade humana.

Em síntese, a abordagem do ato criador do Direito como fruto da natureza humana, conhecida como jusnaturalismo, preconiza a existência de uma super-estrutura normativa decorrente da natureza humana (Direito Natural) que constituiria a base, ou o pressuposto, da razão jurídica. Em outras palavras, seriam os princípios superiores da razão, naturais e imutáveis.

No jusnaturalismo existencial, cujo grande expoente é Hobbes, o Estado e o Direito surgem como necessidade de auto-preservação dos indivíduos, para solucionar o estado natural de guerra entre eles, simbolizado pelo famoso brocardo “o homem é o lobo do homem”. Já no jusnaturalismo ideal, cujo um dos grandes expoentes é Grotius, o Direito e o Estado surgem em decorrência da sociabilidade natural do homem e de sua capacidade de duradouramente entrar em relação, remetendo à figura do “bom selvagem” descrita por Rousseau.

Pelo viés jusnaturalista, o poder constituinte advém de uma força da natureza, o Direito Natural, que transcende ao próprio homem, sendo infrutífero qualquer esforço no sentido de negar essa condição, ou de tentar compreendê-la. Caberia ao homem, portanto, aceitar essa condição como dogma posto e se conformar a ela.

A consequência teórica do jusnaturalismo sobre a análise do poder constituinte é a identificação desse poder com uma super-estrutura natural imutável (Direito Natural) da qual deve derivar todo o ordenamento jurídico e a organização do Estado.

A partir do jusnaturalismo, e em sincronia com o racionalismo (pós-escolástica¹⁹¹) o conceito de razão é cada vez mais alargado.

Samuel Puffendorf (1632-1694) conjugou, por meio da razão, o jusnaturalismo existencial de Hobbes (baseado na necessidade de autopreservação dos indivíduos com a criação do Estado para solucionar o estado natural de guerra entre eles) e o jusnaturalismo ideal de Grotius (baseado na sociabilidade básica e otimista do homem e sua capacidade de duradouramente entrar em relação)¹⁹².

Em razão da conjunção desse material, a Puffendorf, é creditada a criação de um sistema lógico-dedutivo de tipo central, no qual da norma mais geral e abstrata se deduz a norma mais concreta e individual, com o objetivo amplo de conciliar os interesses naturais

¹⁹¹ Nesse sentido: “a Escolástica medieval costuma ser distinguida em três grandes períodos: 1ª a alta escolástica, que vai do séc. IX ao fim do séc. XII, caracterizada pela confiança na harmonia intrínseca e substancial entre fé e razão (*fides et ratio*) e na coincidência de seus resultados; 2º o florescimento da escolástica, que vai de 1200 aos primeiros anos do séc. XIV, época dos grandes sistemas, em que a harmonia entre fé e razão é considerada parcial, apesar de não se considerar possível a oposição entre ambas; 3º a dissolução da escolástica, que vai dos primeiros decênios do séc. XIV até o Renascimento, período em que o tema básico é a oposição entre fé e razão”. in Abbagnano (2000, 344)

¹⁹² Conforme Menezes Cordeiro (1997, 219-225).

do homem de se auto-preservar (viés subjetivo e individual) e de viver em sociedade (viés objetivo e social).

Posteriormente, o sistema fechado interno seria desenvolvido, com maior profundidade, em especial, pelos filósofos matemáticos da linha germânica, *Leibniz e Wolff*, por meio de suas teorias a respeito da formulação das normas jurídicas como proposições ordenadas, completas e perfeitamente coligadas entre si e, também, pelos positivistas e neopositivistas nos auspícios da escola da exegese¹⁹³.

No contexto do positivismo científico, e aproveitando o trabalho de sistematização indutiva do direito romano, realizado pelos glosadores, comentaristas e, posteriormente pelos pandectistas, sobretudo no continente europeu, o Direito passa a ser entendido como sistema fechado, passível de análise própria, a par das demais ciências humanas.

No movimento de construção do Direito como ciência autônoma (que tem como forte expoente a famosa *Teoria Pura do Direito* de Hans Kelsen) é concebido o sistema jurídico fechado piramidal, no qual a norma hierarquicamente superior, situada no topo da pirâmide, é a Constituição, que positivava uma “razão legisladora” a partir da qual são criadas as demais normas integrantes do sistema jurídico.

O ato criador da ordem jurídica é entendido por Kelsen (1962), como um ato de vontade humana (e, portanto, artificial) que deve ser pressuposto, já que, como ato de vontade, não pode ser medido pela razão, cuja função é “conhecer” e não “querer”. Esse ato de vontade pressuposto atribui competências, positivadas na Constituição, para a criação das normas jurídicas infra-constitucionais.

A partir da norma constitucional positivada, a criação das normas infra-constitucionais não decorre de ato de vontade da pessoa ou órgão competente, mas sim, de exercício da competência nos exatos moldes da “razão legisladora” estabelecida pela Constituição.

É importante lembrar que naquela época, predominava o positivismo científico, que somente considerava ciência os objetos que poderiam ser apreendidos pela razão e demonstrados de forma objetiva, ou empírica, relegando à marginalidade as questões zetéticas, inconclusivas e indemonstráveis.

¹⁹³ Conforme Martins Costa (2000, 146).

Esse cenário era mais favorável à concepção formalista do Direito, uma vez que a demonstração da estrutura do ordenamento jurídico como instrumento para a regulação das condutas humanas era possível, desde que não se questionasse acerca do ato criador do Direito.

Em outras palavras, o corte epistemológico do estudo do Direito era justamente entre a decisão e a norma: o foco era a norma em si, e não como a norma surge e para quê e a quem serve.

O resultado das teorias positivistas para a análise do poder constituinte é situá-la fora do sistema jurídico fechado, como fato exógeno e externo que apenas constituiu o ordenamento jurídico, mas que, após a constituição, não exerce mais influência na criação das normas jurídicas que, após a constituição do ordenamento prescindem do poder constituinte, uma vez que passarão a ser criadas conforme o procedimento estabelecido pelo próprio ordenamento jurídico.

5.4.1 Platéia como suporte ao poder constituinte da mensagem normativa advinda do palco

Apesar de deixar clara a exterioridade do fenômeno do poder em relação à produção e validade das normas jurídicas, dentro de um ordenamento jurídico posto, Kelsen (1962), ao tratar do plano da eficácia da norma jurídica, reconhece que o descumprimento reiterado da norma pode atingir o seu fundamento de validade.

Assim, caso a escolha da massa de jurisdicionados (platéia) entre cumprir ou descumprir a norma advinda do palco regulatório, seja, reiteradamente, pelo descumprimento (independentemente da sanção aplicada) a norma poderia perder sua validade.

Nesse sentido, Kelsen não afirma, mas sugere, uma certa influência indireta de um poder, exógeno ao ordenamento jurídico, em relação à validade de uma norma jurídica integrante desse ordenamento. É razoável, assim, a interpretação de que, nessa hipótese, o poder do ordenamento jurídico de fazer valer seu critério de seletividade e escolha padeceria

perante o poder que atua sob os critérios de escolha e seletividade adotados pela massa de jurisdicionados que escolhem descumprir a norma.

De qualquer forma, o fato é que as teorias positivistas trouxeram notórios avanços à estrutura do ordenamento jurídico, sobretudo, quanto aos sistemas jurídicos codificados. Porém, com o desenvolvimento da dinâmica sócio-econômica, a análise formal do Direito acabou se tornando insuficiente. Mais do que estudar a estrutura do sistema jurídico, é importante estudar seu conteúdo, questionar sua funcionalidade, para quem serve a quem serve e por quê?

5.5. Relação palco-platéia: poder integrado

A dinâmica da sociedade contemporânea não se coaduna com um sistema jurídico fechado que estabelece um “dever-ser” estanque e imutável por um único palco central de regulação. Há necessidade de o sistema jurídico acompanhar e regular esse desenvolvimento da sociedade que é cada vez mais complexa, sob pena de as normas constituírem “letra morta” reiteradamente descumprida pelos jurisdicionados.

Nesse sentido, a constituição de um ordenamento jurídico não é uma obra perfeita e acabada, mas uma obra a se realizar, em constante aperfeiçoamento e mutação, fruto do agir conjunto, dos conflitos e do desenvolvimento dos indivíduos.

O conteúdo do “dever-ser”, portanto, não é constituído por um poder que se esgota no tempo, estanque e estático representado em um único palco regulatório. Ao revés, o poder constituinte é permanente e integrado ao sistema jurídico, sempre revendo os critérios de escolha e seletividade que vão se aperfeiçoando juntamente com o desenvolvimento e alargamento da razão, debatidos e encenados em diversos palcos regulatórios públicos e privados.

CONCLUSÕES

A análise da atual estrutura da autorregulação do mercado de bolsa deve ser realizada sob novas perspectivas que não se enquadram mais nas tradicionais formas de regulação estatal e nos tradicionais conceitos de autorregulação, seja na sua concepção neoliberal de “ausência de regulação”, seja na noção de autorregulação como associação de classe de profissionais, ou na noção que remete à aparente identidade física entre regulador e regulado.

A evolução histórica da autorregulação do mercado de bolsa, apesar de não ter sido linear, aponta para um movimento de legitimação e institucionalização da autorregulação que nasce como fenômeno social, fruto da livre iniciativa dos corretores (intermediários), para, posteriormente, ser legitimada, organizada e prevista como norma, no ordenamento jurídico.

A modelagem regulatória do mercado de bolsa parece ser resultado de uma síntese entre o pensamento neoliberal e o intervencionista (socialista), no sentido de viabilizar, por meio da intervenção regulatória do Estado, em interação com a estrutura de autorregulação institucionalizada e legitimada pela regulação, o funcionamento “regular” ou “natural” do mercado, validando, nesse sentido, a premissa de que a livre atuação dos agentes econômicos (no caso, os investidores) é a forma mais eficiente possível para se estabelecer o preço dos valores mobiliários negociados no mercado.

Nesse sentido, a autorregulação do mercado de bolsa é uma atividade paraestatal, imbuída de poder de polícia delegado, que tem como objetivos a concretização do modelo teórico neoclássico de justa formação dos preços segundo a livre atuação das forças de oferta e demanda e, também, a melhoria dos padrões de conduta praticados no mercado.

Para tanto, sugerimos que as decisões tomadas no âmbito da autorregulação devem se pautar por critérios materiais baseados nas premissas teóricas do mercado em concorrência perfeita e na exigência de cumprimento dos deveres derivados da boa-fé objetiva (informação, lealdade e proteção).

A evolução da estrutura de autorregulação do mercado de bolsa parece acompanhar o desenvolvimento do conhecimento sobre os processos decisórios no micro (do indivíduo) e no macro (do Estado e das instituições), conhecimento esse que, em nosso entendimento,

inspira a arquitetura dos mais modernos modelos de administração estatal e de governança corporativa das instituições privadas.

Nesse sentido, parece-nos que o estudo sobre a interação entre regulação e autorregulação no mercado de bolsa é apenas um fragmento de uma questão essencial.

A questão essencial é que a formação dos juízos individuais e das convenções sociais é fruto da interação entre regulação (tomada no sentido amplo de estímulos externos ao organismo) e autorregulação (tomada no sentido amplo de estímulos internos ao organismo), interações essas que ocorrem em sistemas ideais abertos e sobrepostos que, na prática, interagem e se influenciam reciprocamente.

Diante desta questão essencial, intuitivamente surgiu a teoria palco-platéia como forma de sugerir que a estrutura de autorregulação do mercado de bolsa deriva de um axioma evidente nas relações inter-subjetivas, qual seja: a interação entre regulação e autorregulação¹⁹⁴.

A interação entre regulação e autorregulação está presente nas situações comunicativas que envolvem indivíduo e ambiente, ou indivíduo e sociedade, na medida em que as decisões dos indivíduos destinam-se a manter o máximo de equilíbrio possível entre seus estímulos internos (autorregulação) e as pressões advindas do ambiente (regulação). O ideal é que as pressões advindas do ambiente, dentre as quais se destacam as normas componentes do ordenamento jurídico, sejam coerentes com as pressões e estímulos internos dos indivíduos.

Para tanto, os sistemas jurídicos - que são a expressão mais latente do “dever ser” – tendem a não se constituir como sistemas fechados compostos por ordenamentos jurídicos codificados completos e detalhados. Isto porque, um ordenamento jurídico rígido e fechado em suas verdades ainda que calcado nas melhores técnicas de previsibilidade racional, não consegue prever e acomodar toda a complexidade e diversidade dos fatos e interesses individuais. Nesse sentido, em sistemas fechados é muito maior a possibilidade do “dever ser” se tornar contrário ao “ser”, causando o efeito adverso da marginalização.

A abertura do sistema jurídico, portanto, é um vetor na sociedade contemporânea cada vez mais dinâmica e complexa.

¹⁹⁴ Tomadas em seus respectivos sentidos amplos de estímulo externo ao organismo e de estímulo interno ao organismo.

Essa abertura se dá mediante a introdução de cláusulas gerais nos comandos normativos alargando a esfera do “permitido” que será obtemperada pelo julgamento caso a caso dos eventuais conflitos pelo Poder Judiciário; por meio de delegação de competência regulatória a órgãos públicos especializados, geralmente vinculados ao Poder Executivo; e, também, por meio de delegação de funções regulatórias à própria iniciativa privada, legitimando a autorregulação.

Nesse contexto, portanto, torna-se evidente a interação entre regulação e autorregulação. Trata-se da descentralização da competência de estabelecer modais deônticos, a fim de evitar a marginalização de interesses não atendidos pelo palco de regulação central e viabilizar que o “dever ser” recepcione os melhores padrões advindos da livre iniciativa e do livre arbítrio legitimados pelos princípios e normas gerais advindas da regulação.

A atual estrutura de autorregulação do mercado de bolsa é um exemplo bem sucedido desse movimento de abertura do sistema jurídico.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABBAGNANO, Nicola. *Dicionário de Filosofia* (2000). Trad. Alfredo Bosi – 4ª ed. – São Paulo: Martins Fontes, p. 73

ANDREZZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira (2007). *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. 3. ed. São Paulo: Atlas.

ANTUNES VARELA, João de Matos (2000). *Das Obrigações em Geral*. Vol. I. Almedina. Coimbra.

ASCARELLI, Túlio (1947). *Panorama do Direito Comercial*. Saraiva, São Paulo.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de (1996). *Responsabilidade pré-contratual no Código de Defesa do Consumidor: estudo comparativo com a responsabilidade pré-contratual no direito comum*. In: Revista de Direito do Consumidor, v. 18, abr-jun/1996, p.28)

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2000). *Finanças Públicas: Sumário dos Planos Brasileiros de Estabilização e glossário de Instrumentos e Normas Relacionados à Política Econômico-Financeira*, Brasília

BARRETO FILHO, Oscar (1959). *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*, in *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, ano 48, v. 283, p. 7-30, maio.

_____ (2001). “Natureza Jurídica das Bolsas de Valores no Direito Brasileiro”, in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, N.12, editora Revista dos Tribunais (ed. original, 1959).

BELLINI, L. M. (1993) *Afetividade e Cognição: O Conceito de Auto-regulação como mediador da atividade humana em Reich e Piaget*. Tese (Doutorado) - Instituto de Psicologia, Universidade de São Paulo, São Paulo.

BOBBIO, Norberto (1984). *Il futuro della democrazia. Una difesa delle regole del gioco*, Einaudi, Torino

BRANDÃO, Ignácio de Loyola (1999). *Bolsa de Valores de São Paulo – História*. DBA Artes Gráficas, São Paulo

BULGARELLI, Waldírio (1976). Comentários: caso CEPALMA. *Revista de Direito Mercantil Industrial e Econômico Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 24

BUSSANI, Mauro (2000). *As peculiaridades da noção de culpa: um estudo de direito comparado*; trad. Helena Saldanha. – Porto Alegre: Livraria do Advogado.

CAMARGO, Roberto Gill (2003). *Teoria Palco & Platéia*. Editora TCM, Sorocaba/SP

CAMPILONGO, Celso Fernandes (2000). *Direito e democracia*. 2ª ed. São Paulo: Max Limonad

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier (1939). *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. 3ª ed. Ver., v.6. Rio de Janeiro: Freitas Bastos

CARSON, Johna W. (2003). *Conflicts of interest in self- regulation: Can demutualized exchanges successfully manage them?*. Word Bank Policy Research Working Paper 3183.

COMPARATO, Fábio Konder (1985). “Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e delimitação do seu Objeto”, in *Revista de Direito Mercantil*, v. 60, p. 45 a 53. São Paulo

_____ e SALOMÃO, Calixto Filho (2005). *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª Ed. Editora Forense, Rio de Janeiro

COSTA, Roberto Teixeira da (2006). *Mercado de Capitais – Uma Trajetória de 50 anos*. 1ª Ed. Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, São Paulo

EIZIRIK, Nelson (1987). “Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários” in *questões de Direito Societário e Mercado de Capitas*, Editora Forense, Rio de Janeiro

_____; GAAL Ariádna B.; PARENTE Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas (2008). *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Renovar, São Paulo

FERRAZ Jr., Tércio Sampaio (1997). *Direito, Retórica e Comunicação*. 2º edição. Editora Saraiva, São Paulo

_____; MAGLIANO FILHO, Raymundo (1974). Alguns aspectos pragmáticos da tomada de decisão com especial referência ao mercado bursátil. In *Revista Brasileira de Mercados de Capitais*. Rio de Janeiro

FERREIRA, Luiz Eduardo Martins (1992). As bolsas de valores no Brasil. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. V. 86, p. 47-57, abr/jun, Revista dos Tribunais, São Paulo.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. v.11. São Paulo: Saraiva, 1963.

GARCIA, Enéas Costa (2003). *Responsabilidade pré e pós contratual à luz da boa-fé*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira.

GRAÇA, João Aníbal Seíça (1999). *Limitações do Paradigma de Mercados Financeiros e Eficientes*. Associação da Bolsa de Derivativos do Porto, Portugal.

GRAU, Eros (1997). *A ordem econômica na constituição de 1998*. 3 ed. Malheiros, São Paulo

IRTI, Natalino (1997), *Concetto Giuridico di Mercato e Dovere do Solidarietà*, in *Rivista di Diritto Civile*, p. 185-191.

KELSEN, Hans (1962). *Teoria pura do Direito*. Trad.: J. B. Machado, Ed. Arménio Amado

_____ (2000). *A democracia*. 2ª ed. Martins Fontes, São Paulo

KLEIN, Naomi (2008). *A Doutrina do Choque – A Ascensão do Capitalismo de Desastre*. Trad. Vania Cury. Nova Fronteira, Rio de Janeiro

LEVY, Maria Bárbara (1977). *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBEMEC.

LORENA DUTRA, Marcos Galileu (2008). *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da USP, São Paulo

LOTUFO, Renan (2003). *Código Civil Comentado: parte geral (arts.1º a 232)*, vol. 1 – São Paulo: Saraiva, p. 146.

LUHMANN, Niklas (1983). *Sociologia do Direito I*. Tempo Brasileiro, Rio de Janeiro

MACARINI, José Pedro. *Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”: a política de mercado e a bolha especulativa 1969-1971*. Campinas: Instituto de Economia – UNICAMP, 11 p. (texto para discussão 09/2006)

MARTINS COSTA, Judith (2000). *A boa fé no Direito Privado*. 2ª ed. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo (1986). Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, ano 75, v. 503, p. 23-37

MEIRELLES, Helly Lopes (2000). *Direito Administrativo Brasileiro*. 25ª Edição. Malheiros Editores, São Paulo

MELLO, Celso Antônio Bandeira de (1987). Natureza jurídica das bolsas de valores. *Revista de Direito Público*, São Paulo, ano 20, n. 81, p. 217-222

MENEZES CORDEIRO, António Manuel Rocha (1997). *Da boa-fé no direito civil*. Coimbra, Almedina

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

NORTH, Douglas C. (1991). Institutions, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, n. 1, pp. 97-112

NUSDEO, Fábio (2005). *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 4. ed. rev. e atual. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo

OSÓRIO, Fábio Medina (coordenador) (2007). *Direito Sancionados – Sistema Financeiro Nacional*. Editora Forum, Belo Horizonte

PAIVA, Heitor Gomes de (1963). *Contrato de Corretagem*. Rio de Janeiro

PEREIRA, Regis Fichtner (2000). *A Responsabilidade pré-contratual - teoria geral e responsabilidade pela ruptura das negociações contratuais*. Tese de Doutorado orientada pelo Professor Vicente Barreto. Rio de Janeiro: Faculdade de Direito da UERJ, janeiro 2000.

PIAGET, Jean (1976). *A Equilíbrio das Estruturas Cognitivas*. Problema central do desenvolvimento. Trad. Álvaro Cabral, Zahar, Rio de Janeiro.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti (1984). *Tratado de Direito Privado*. 3. ed. Reimp. V. 43. São Paulo: RT

RACHMAN, Nora (1999). *O princípio do full disclosure no mercado de capitais*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da USP, mimeo, São Paulo

REICH, Wilhelm (1995) A análise do caráter, 2ªed. Martins Fontes, São Paulo.

ROSENVALD, Nelson (2005). *Dignidade humana e boa-fé no Código Civil*. Saraiva, São Paulo.

SZTAJN, Rachel (2002). *Regulação e concorrência no sistema financeiro*, in *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. Max Limonad, São Paulo, p. 233-254.

TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. *Issues paper on exchange demutualization*. Junho de 2001. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>. Acesso em 18 nov. 2008. p. 27

_____. *Regulatory issues arising from exchange evolution – final report*. Novembro de 2006. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>. Acesso em 22 junho 2009. p. 42.

TRINDADE, Marcelo, SANTOS, Aline de Menezes (2009). *Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional*. (disponível em ...)

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (2004). *Curso de Direito Comercial 1*. Malheiros Editores, São Paulo

_____(1990). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, volume 80, out-dez, Malheiros Editores, São Paulo

VYGOTSKY, Lev Semenovitch (1999). *A Formação Social da Mente*. Martins Fontes, São Paulo.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto (2003). *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Editora Lumen Juris, Rio de Janeiro

VIVANTE, Cesar (1910). *Traité de Droit Commercial*, vol. I, nº 243, Paris, V. Giard & E. Brière

WALD, Arnold e EIZIRK, Nelson (1986). *O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia*. *Revista de Direito Mercantil*, vol. 61, p. 5 a 21. São Paulo.

YAZBEK, Otávio (2007). *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Campus Jurídicos, São Paulo

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

AKERLOF, George A. (1970). *Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. "The Quarterly Journal of Economics", Vol. 84, No. 3, pp. 488-500. Mit Press

ALLEN, Franklin e GALE, Douglas (1994). *Financial Innovation and Risk Sharing*, The MIT Press, Cambridge (Mass)

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal (org.) (2004). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Atlas, São Paulo

ARENDT, Hannah (2004). *Crises da República*. Editora Perspectiva, São Paulo

ARIDA, Pêrsio (2003). "A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica", in GALA, Paulo e REGO, José Márcio, *A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica: Ensaios sobre Metodologia em Economia*, Editora 34, São Paulo

ARROW, Kenneth J. (1963). *Social Choice and Individual Values*, Yale University Press, New Haven

_____ (1983a). "Economic Equilibrium", in *Collected Papers of Kenneth J. Arrow, Vol.2: General Equilibrium*, Harvard University Press, Cambridge (Mass)

ARSHADI, Nasser, e KARELS, Gordon V. (1997). *Modern financial Intermediaries and Markets*, Prentice Hall, New Jersey

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (org.) (2005). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Contra Capa Livraria/ANBID, Rio de Janeiro/São Paulo

BALDWIN, Robert, e CAVE, Martin (1999). *Understanding Regulation*, Oxford University Press, London

BARRETO FILHO, Oscar (1956). *Regime Jurídico das Sociedades de Investimento* (“*Investment Trust*”), Tese para concurso á cátedra de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, Max Limonad, São Paulo

BARTH, James R., CAPRIO, JR., Gerard, e LEVINE, Ross (2001). *The Regulation and Supervision of Banks around the World*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, Brookings Institution Press, Washington (D.C.)

_____ (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angeles Govern*, Cambridge University Press.

BECKER, Gary S. (1976). *The Economic Approach to Human Behavior*, The University of Chicago Press, Chicago

BECKER, Howard S. (2008), trad. Maria Luiza X. de Borges. *Outsiders: estudos de sociologia do desvio*. 1ª edição. Jorge Zahar Ed., Rio de Janeiro

BERCOVICI, Gilberto (2005). *Constituição Econômica e Desenvolvimento*. Malheiros Editores, São Paulo

BENSTON, George J. (1999). *Regulating Financial Markets: a Critique and Some Proposals*, The AEI Press, Washington (D.C.)

BOBBIO, Norberto (1977). *Dalla struttura alla funzione*. Milão: Edizione di Comunita

_____ (1992). *A Era dos Direitos*, 15ª ed.- Ed. Campus, Rio de Janeiro

_____ (1999). *Teoria do Ordenamento Jurídico*. Tradução por Cláudio De Cicco – 10ª ed. Ed. Universidade de Brasília, Brasília

_____ (2007). *Da Estrutura à Função*. Trad. Daniela Beccaccia Versiani. Editora Manole, São Paulo

BRANDÃO, Carlos. *O Sistema Financeiro Nacional*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, p. 23. ano 3, n.º 7

CANDITIANO, Luiz Leonardo; CÔRREA, Rodrigo (org.) (2004). *Governança corporativa: empresas transparentes nas sociedades de capitais*. São Paulo: Lazuli

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral (2005). *As Obrigações e seus deveres anexos, analisados à luz da boa fé objetiva: mandamento e sanção*. Tese de mestrado, Pontifícia Universidade Católica, mimeo, São Paulo

CALADO, Luiz Roberto (2005). *Auto-Regulação das Instituições Financeiras*. EAD/FEA/USP, São Paulo

CALOMIRIS, Charles W. (2000). *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge University press, New York

CAMPBELL, Joseph (1992). *O Poder do Mito*. Editora Palas Athena, São Paulo

CANARIS, Claus Wilhelm. *Pensamento Sistemático e Conceito de Sistemática da Ciência do Direito*. Ed. Fundação Calouste Gulbenkian

CANDITIANO, Luiz Leonardo; CÔRREA, Rodrigo (org.) (2004). *Governança corporativa: empresas transparentes nas sociedades de capitais*. São Paulo: Lazuli

CANOTILHO, José Joaquim Gomes (2001). *Constituição Dirigente e Vinculação do Legislador: Contribuição para Compreensão das Normas Constitucionais Programáticas*. 2ª ed., Coimbra, Coimbra Ed., 2001

CARVALHOSA, Modesto (1972). *A Ordem Econômica na Constituição de 1969*. São Paulo, Ed. RT

_____ (1997a). *A Nova Lei das Sociedades Anônimas – Seu Modelo Econômico*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Paz e Terra

_____ (1997b). *Comentários à lei de sociedades anônimas: 3ª edição*, vol. 3, São Paulo, Saraiva

CHORAFAS, Dimitris N. (2000). *New Regulation of the Financial Industry*, Macmillan Press, London

CICCO, Cláudio de. (1995). *Uma Crítica Idealista ao Legalismo – Filosofia do Direito de Gioele Solari*. Ícone Editora, São Paulo

_____ (1993). *Direito: tradição e modernidade*. Ícone Editora, São Paulo

COUTO E SILVA, Clóvis do (1976). *A obrigação com o processo*. São Paulo: José Bushatsky.

COASE, Ronald (1960). “The problem of social cost”. *Journal of law and economics*, 3, nº 1:1-44

_____ (1988). “*The Firma, The Market, and the Law*”, in COASE, Ronald H., *The Firm the Market, and the Law*, The University of Chicago Press, Chicago

COFEE, John C et al.(1998). *Securities regulation cases and materials*, 8 edition, New York: Foundation Press

COHN, Gabriel (2003). *Crítica e Resignação – Max Weber e a teoria social*. Martins Fontes, São Paulo

COLE, Joseph (2000). “Comments on `Derivatives Regulation: Problems and Prospects’”, in BARTH, James R., BRUMBAUGH JR., r. Dan, e YAGO, Glenn (eds.), *Restructuring Regulation and Financial Institutions*, Milken Institute, Santa Monica

COMPARATO, Fábio Konder (1989). Planejar o desenvolvimento: a perspectiva institucional. In: *Para Viver a Democracia*. Brasiliense, São Paulo

CORTEZ, Tiago Machado (2004). *Moeda, Estado e Direito: o Papel do Estado na Ordem Monetária e seu Controle*, Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da USP, mimeo, São Paulo

COSTA, Roberto Teixeira da (2006b). Analisando o presente e o futuro: os 30 anos da CVM. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 9, n. 34, p. 19-31

COWEN, Tyler (1999). “Public Goods and Externalities: Old and New Perspectives”, in COWEN, Tyler (ed.), *Public Goods and Market Failures: a Critical Examination*, Transaction Publishers, New Brunswick

D'ESPINOSA, Luigi Bianchi (1969). *I Contratti di Borsa. Il Riporto*, Giuffrè Editore, Milano

DEBEUX, Julio Ramalho (2006). *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Sérgio Antonio Fabris Editor, Porto Alegre

DE CHIARA, José Tadeu (1986). *Moeda e Ordem Jurídica*, Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da USP, mimeo, São Paulo

DIAS, Luciana Pires (2005). *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da USP, São Paulo

DUGUIT, Pierre Marie Nicolas Leon. *Las transformationes generales del derecho privado desde el Código de Napoleón*. Librería Española y Extranjera, Madrid

DUMONT, Louis (2000). *Homo Aequalis: Gênese e Plenitude da Ideologia Econômica*, Editora da Universidade do sagrado Coração, Bauru (Ed. original, 1977)

_____(1992). *Homo Hierarquicus: o Sistema de Castas e suas Implicações*, Editora da Universidade de São Paulo, São Paulo (Ed. original, 1967)

EIZIRIK, Nelson (1987b). *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, 1ª edição, Forense, Rio de Janeiro.

_____(1998). *Reforma das S.A. do Mercado de Capitais*, 2ª edição, Renovar, São Paulo

FEGENBERG, Leônidas (2001). *Saber de e saber que: alicerces da racionalidade*. Vozes, Petrópolis/RJ

FERRARINI, Guido (1998). “Exchange Governance and Regulation: na Overview”, in FERRARINI, Guido (ed.), *European Securities Markets: the Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law Internacional, London

FERRAZ Jr., Tércio Sampaio (1997). *A Ciência do Direito*. Editora Atlas, São Paulo

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto; NUSDEO, Fabio (2009). *Poder Econômico – Direito, pobreza, violência, corrupção*. Manole, São Paulo

FLORENZANO, Vincenzo D. (2004). *Sistema financeiro e responsabilidade social: uma proposta de regulação fundada na teoria da justiça e na análise econômica do direito*. Textonovo, São Paulo

FORD, Chris e KAY, John (1996). “Why Regulate financial Services?”, in ODITAH, Fidelis, *The Future for the Global Securities Market: Legal Regulatory Aspects*, Clarendon Press – Oxford, New York

FORGIONI, Paula Andrea (2005). *Os fundamentos do antitruste*. Revista do Tribunais, São Paulo

FOUCAULT, Mighele (1979). *Microfísica do poder*. Edições Graal, Rio de Janeiro

_____. (2008). *Vigiar e Punir*. 35ª edição. Editora Vozes, Rio de Janeiro

FURTADO, Celso (1962). *Subdesenvolvimento e estado democrático*. In *A pré-revolução brasileira*. Fundo de Cultura, Rio de Janeiro

_____. (1971). *Formação Econômica do Brasil*. 11ª Edição. Companhia Editora Nacional, São Paulo

GART, Alan (1994). *Regulation, Deregulation, Reregulation: the Future of the Banking Insurance and Securities industries*, John Wiley & Sons, New York

GARCÍA, Angeles Mateos (1999). *A Teoria dos Valores de Miguel Reale (fundamento de seu tridimensionalismo jurídico)*. Editora Saraiva, São Paulo

GARCIA, Maria (1994). *Desobediência Civil – Direito Fundamental*. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo

GIANNETTI, Eduardo (2005). *Auto-Engano*. Companhia das Letras, São Paulo

GLEISER, Ilan (2002). *Caos e Complexidade: a Evolução do Pensamento Econômico*, Editora Campus, Rio de Janeiro

GODOY, Cláudio Luiz Bueno de Godoy (2004). *A função social do contrato e os novos princípios contratuais*. 1ª Edição. Saraiva, São Paulo

GOODHART, Charles A. E., HARTMANN, Philipp, LLEWELLYN, David, ROJAS – SUÁREZ, Liliana, e WEISBROD, Steven (1998). *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, Routledge, London

GRAU, Eros (1996). *Direito posto e direito pressuposto*. Malheiros, São Paulo

_____ (2002). “As Agências, essas Repartições Públicas”, in SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.), *Regulação e Desenvolvimento*, Malheiros Editores, São Paulo

GRAJZL, Peter and MURRELL, Peter (2005). *Allocating Law-Making Powers: Self-Regulation vs. Government Regulation*

GUERREIRO, José Alexandre Tavares (1981). “Sobre o Poder Disciplinar da CVM”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, volume 43, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo

HARBEMAS, Jurgen (1984). *Mudança estrutural da esfera pública*. Trad. Flávio R. Kothe. Tempo Brasileiro, Rio de Janeiro

_____ (1999). *Direito e Moral*. Instituto Piaget

HART, Oliver (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, New York

HAYEK, Friederich A. (1948a). “Economics and Knowledge”, in *Individualism and Economic Order*, The University of Chicago Press, Chicago (ed. Original, 1937)

_____ (1948b) “The use of knowledge in society”. *American Economic Review*, 35: 519-530, 1945

HEGENBERG, Leonidas (2002). *Saber de Saber que – Alicerces da Racionalidade*. Editora Vozes, Rio de Janeiro

HOBBS, Thomas (1998). *Do cidadão*. trad. Renato Janine Ribeiro. Martins Fontes, São Paulo

HOLANDA, Sérgio Buarque (1995). *Raízes do Brasil*. 26ª Edição. Companhia das Letras, São Paulo

HUXLEY, Aldous (1966). *Admirável Mundo Novo*. Trad. Felisberto Albuquerque. DINAL, Rio de Janeiro

IHERING, Rudolf Von (2003). *A Luta pelo Direito*. Trad. João Vasconcelos. Editora Forense, Rio de Janeiro

IRTI, Natalino (2004). *L'ordine giuridico del mercato*. 3ª ed., Laterza, Bari (ed. Original, 1998)

JORDAN, Cally and HUGHES, Pamela (2007). *Wich Way for Market Institutions: The Fundamental Question of self-regulation*. Barkeley Business Law Journal.

KELSEN, Hans (1986). *Teoria Geral das Normas*. Trad. José Florentino Duarte. Sérgio Antonio Fabris Editor, Porto Alegre

KINDLEBERGER, Charles P. (1996). *Manias, Pânico e Crashes: Um Histórico das Crises Financeiras*, editora Nova Fronteira, Rio de Janeiro

KIRK, Andrew (2008). *A Desobediência Civil de Henry Thoreau*. Trad. Débora Landsberg. Jorge Zahar Editor, Rio de Janeiro

KNIGHT, Frank H. (2002). *Risk, Uncertainty and Profit*, Beard Group, Washington, (D.C)

KROSZNER, Randall S. (2000). “Restructuring Bank Regulation: Conflits of Interest Stability and Universal Banking”, in BARTH, James R., BRUMBAUGH JR., R. Dan, e YAGO, Glen (eds.), *Restructuring Regulation and Financial Institutions*, Milken Institute, Santa Monica

LAFER, Celso (1978). *O Sistema Político Brasileiro: Estrutura e Processo*. Editora Perspectiva, São Paulo

_____ (2001). *A reconstrução dos Direitos Humanos: um diálogo com os pensamentos de Hanna Arendt*. 4 ed. Cia das Letras, São Paulo

LAFFONT, Jean-Jacques (1989). *The Economics of Uncertainty and Information*, The MIT Press, Cambridge (Mass.)

LAMANDINI, Marco (1995). *Il “Controllo” – Nozioni e “Tipo” nella Legislazione Economica*, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano

LA PORTA, Rafael (1997) *Legal determinants of external finance*, in *Journal of Finance*, 52, 1131-50.

LARENZ, Karl (1991). *Metodologia da Ciência do Direito*, 3 ed. Ed. Fundação Calouste Gulbenkian. Tradução do original – 6ª Ed, Lisboa

_____ (2001). *Derecho Justo Fundamentos de Ética Jurídica*. Trad. Luiz Díez-Picazo – Civitas, Madrid

LE Goff, Jacques (1989). *A Bolsa e a Vida: Economia e religião na Idade Média*, Editora Brasiliense, São Paulo (Ed. original, 1986)

LEE, Ruben (1998). *What is a Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press, London

LEISINGER, Klaus M.(1996). “A boa governança começa em casa”. In: *Desenvolvimento econômico ou humano? Reflexões sobre uma nova política de desenvolvimento*. N.º 9. Konrad Adenauer Stiftung.

LIMA, Alvino (1998). *Da Culpa ao Risco*, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo (Ed. original, 1960)

LODI, João Bosco (2000). *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. 7. ed. Elviesier, Rio de Janeiro

MACEDO JR., Ronaldo Porto (2001). *Carl Schmitt e a Fundamentação do Direito*. Max Limonad, São Paulo

MAHONEY, Paul G. (1997), *The Exchange as a regulator*, in *Virginia Law Review*, v. 83, n. 7. p. 1453 e ss.

MALMESBURY, Thomas Hobbes (1979). *Leviatã ou Matéria, Forma e Poder de um Estado Eclesiástico e Civil*. Trad. João Paulo Monteiro e Maria Beatriz Nizza da Silva. 2ª Edição. Abril Cultural, São Paulo

MARX, Karl (1980). *O Capital*. Trad. Ronaldo Alves Schimidt. 7ª Edição. LTC, Rio de Janeiro

MEDAUAR, Odete (2002). *Regulação e Auto-Regulação*. Revista de Direito Administrativa nº 228, Rio de Janeiro

MISHKIN, Frederic S. (2000). "Prudential Supervision: Why is it Important and What Are the Issues?", in MISHKIN, Frederic S. (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't*, National Bureau of Economic Research, Chicago

MOREIRA, Vital e MAÇAS, Fernanda (2003). *Autoridades Reguladoras Independentes: Estudo e Projeto de Lei-Quadro*, Coimbra Editora, Coimbra

MORRIS, Charles R. (2008). *Os Magnatas: como Andrew Carnegie, John D. Rockefeller, Jay Gould e J.P. Morgan inventaram a supereconomia americana*. Trad. Edmundo Barreiros. 4ª edição. L&PM Editores, Porto Alegre/RS

MOTTA, Paulo Roberto Ferreira (2003). *Agências Reguladoras*, Editora Manole, São Paulo

OLIVEIRA, Adolpho Ferreira; MEDEIROS, Paulo de Tarso; LLOYD Bruce; WAI, U Tun; HODGMAN, Donald; CONTADOR, Claudio r.; NESS JR., Walter L; SJAASTAD, Larry; SHUFORD, Harry; TERANISHI, Juro e PATRICK, Hugh e BULHÕES, Octávio Gouveia (1977). *Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico*. IBMEC, Rio de Janeiro

PAULANI, Leda Maria (1996). "Hayek e o Individualismo no Discurso Econômico". *Lua Nova*, n. 38, CEDEC, (P. 97-124), São Paulo

PEREIRA, Afonso Insuela (1974). *O Direito Econômico na Ordem Jurídica*. José Bushatsky Editor, São Paulo

PERELMAN, Chaïm (1999). *Ética e Direito*. 2ª ed., Martins Fontes, São Paulo

PINKER, Steven (2008). *Do que é feito o pensamento. A língua como janela para a natureza humana*. Companhia das Letras, São Paulo

PIRRONG, Steven Craig (1998). *Self-Regulation of private organized markets*, in *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, v. 3, London, Macmillan Reference Limited.

POSNER, Richard A. (1992). *Economic Analysis of Law*, Little, Brown and Company, Boston

PRITCHARD, Adam C. (2003). *Self-Regulation and Securities Markets Securites & Exchange*, University of Michigan

RAWLS, John (1997). *Uma teoria da justiça*. Martins Fontes, São Paulo.

REALE, Miguel (1982). *Filosofia do direito*. 9. ed., Saraiva, São Paulo

SADDI, Jairo (2001). *Crise e Regulação Bancária: Navegando Mares Revoltos*, Textonovo, São Paulo

SALOMÃO FILHO, Calixto (2001). *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. Malheiros Editores, São Paulo

_____ (1998). *Novo direito societário*. Malheiros Editores, São Paulo

SALOMÃO NETO, Eduardo (1988). “Nova Regulamentação do Mercado de Balcão Organizado”, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, volume 109, Malheiros Editores, São Paulo

SAYOUS, André E. (1898). *Lês Bourses Allemandes*. Arthur Rousseau, Paris

SCHUMPETER, Joseph A. (1989) ‘The Creative Response in Economic History’, in *Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles, and the Evolution of Capitalism*, Transaction Publishers, New Brunswick

SHAPIRO, Carl e VARIAN, Hal R. (1998). *Information Rules: A Strategic Guide to the Network Economy*, Harvard Business School Press, Boston

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (2002). *Regime Jurídico as Opções Negociadas em Bolsas de Valores*, Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da USP, mimeo, São Paulo

SOUZA, Washington Peluso Albino de (2002). *Teoria da constituição econômica*. Belo Del Rey, Belo Horizonte

SOROS, George (2001). *A Crise do Capitalismo Global: os Perigos da Sociedade Globalizada – uma Visão Crítica do Mercado Financeiro Internacional*, Editora Campus, Rio de Janeiro

_____ (2008). *O novo paradigma para os mercados financeiros. A crise atual e o que ela significa*. Agir, 2008, Rio de Janeiro

STUART MILL, John. *Princípios de Economia Política com Algumas de suas Aplicações à Filosofia Social* (1996). Tradução Luiz João Braúna. Coleção Os Economistas vol 2. Ed. Nova Cultural

SUNDFELD, Carlos Ari (2000). “Introdução às Agências Reguladoras”, in SUNDFELD, Carlos Ari (coord.), *Direito Administrativo Econômico*, Malheiros Editores, São Paulo

TORRES, Heleno Taveira (2005). *Direito e Poder: nas instituições e nos valores do público e do privado contemporâneo*. Manole, São Paulo

TRIMARCHI, Pietro (1998). *Rischio d'impresa e Responsabilità Oggettiva. In: Analisi Economica Del Diritto Privato*. Coord. Guido Alpa, Milano: Giuffrè.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; BARRETO FILHO, Oscar; RÍSPOLI, A.L.R.P. (1978). *Vade-Mécum do Mercado de Capitais*, v. 4. Saraiva, São Paulo

_____ (1994). *A regulamentação do art. 192 da Constituição Federal (a independência do Banco Central do Brasil)*., v. 94, p. 35-86 *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo

_____ (1997). “ A CVM e os Contratos de Investimento Coletivo (‘Boi Gordo’ e Outros), in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, volume 108, Malheiros Editores, São Paulo

VILANOVA, Lourival (1997). *As Estruturas Lógicas e o Sistema do Direito Positivo*. Max Limonad, São Paulo

_____ (2000). *Causalidade e Relação no Direito*. 4ª edição. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo

VIEHWEG. Theodor (1964). *Topica y Jurisprudência*. Taurus, Madrid

WEBER, Max (2004). *A Ética Protestante e o “espírito” do Capitalismo*. Trad.: José Marcos Mariani de Macedo. 5ª Edição. Companhia das Letras, São Paulo

WIACKER, Franz (1993). *História do Direito Privado Moderno*. Trad. de A. M. Botelho Hespanha. 2. ed., Calouste Gulbenkian, Lisboa

WILLIAMSON, Oliver E (1975). *Markets and Hierarhies: Analysis and Antitrust Implications*, The Free Pass, New York

_____ (1985). *The economic institutions of capitalism*. The Free Press

YAZBEK, Otávio (2001). “ Considerações sobre a Circulação e Transferências dos Modelos Jurídicos”, in GRAU, Eros Roberto, e GUERRA FILHO, Willis Santiago (orgs.), *Direito Constitucional – Estudos em Homenagem a Paulo Bonavides*, Malheiros Editores, São Paulo

_____ (2006). *A Regulamentação das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros e as Novas Atribuições da Comissão de Valores Mobiliários*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 34, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo.

ZILBERSZTAJN, Décio e SZTAJN Raquel (2005). *Direito e economia*. Elsevier, Rio de Janeiro

RESUMO

A tese a ser defendida é a de que a autorregulação institucionalmente estruturada e legitimada pela regulação é um eficiente arranjo para tratar as falhas e riscos inerentes ao mercado de bolsa. O trabalho se inicia com a descrição da atual estrutura da autorregulação do mercado de bolsa, destacando seu novo formato institucional decorrente do processo de desmutualização e abertura de capital das entidades administradoras do mercado de bolsa e concluindo pela necessidade de adoção de novas perspectivas sobre o tema que transcendam o aparente antagonismo entre concepções liberais e intervencionistas. A partir dessa premissa, o trabalho apresenta uma visão panorâmica da evolução histórica da autorregulação do mercado de bolsa e considerações sobre os conceitos de autorregulação em outras áreas do conhecimento, a fim de identificar suas variações e seus elementos mais marcantes que constituirão a base a partir da qual serão apresentadas as novas perspectivas de análise do tema. As perspectivas propostas enfocam a natureza jurídica da autorregulação do mercado de bolsa como atividade paraestatal destinada a concretizar o modelo teórico neoclássico de justa formação dos preços segundo a livre atuação das forças de oferta e demanda e, também, melhorar os padrões de conduta praticados no mercado. Para tanto, o trabalho propõe que as decisões tomadas no âmbito da autorregulação se pautem por critérios materiais baseados nas premissas teóricas da concorrência perfeita e na exigência de cumprimento dos deveres derivados da boa-fé objetiva (informação, lealdade e proteção). Por fim, é apresentada uma especulação teórica, preliminar e não definitiva, denominada teoria palco-platéia, que visa situar o desenvolvimento da estrutura de autorregulação do mercado de bolsa como parte de uma questão essencial de interação entre indivíduo e sociedade representada nas diversas situações comunicativas envolvidas nos processos decisórios individuais e coletivos que modelam os padrões de conduta e as instituições públicas e privadas.

ABSTRACT

The thesis to be defended is that the institutionally structured self-regulation and legitimized by the regulation, is an efficient array to treat flaws and risks inherent of the exchange market. The paper begins with a description of the current self-regulation structure of the exchange market, highlighting its new institutional format, due to the demutualization process and IPO of the entities that manage the exchange market, and concluding with the need of the adoption of new perspectives regarding the subject-matter that transcend the apparent antagonism between liberal and interventionist conception. From this premise, the paper presents an overview of the history of self-regulation of the exchange market and considerations on the concepts of self-regulation in other areas of knowledge, for the purpose of identifying its variations and its most striking elements that will form the basis from which the new perspectives of analysis of the matter will be presented. The proposed views focus on the legal nature of the exchange market's self-regulation as a parastatal activity that seeks to achieve the neoclassic theoretical model of fair pricing, according to the free action of forces of supply and demand, and also improve the conduct standards in the market. Therefore, the paper proposes that decisions made within the self-regulation should be guided by material criteria based on theoretical postulations of perfect competition and in the requirement of the obligations derived from the objective good faith (information, loyalty and protection). Lastly, a preliminary and not final, theoretical speculation is presented, denominated stage-audience theory, which aims to situate the development of the self-regulation structure of the exchange market, as part of an essential matter of interaction between individual and society represented in various communication situations involved in individual and collective decision-making, which shape the standards of conduct, and public and private institutions.

RIASSUNTO

La tesi ad essere difesa é quella che l'autoregolazione istituzionalmente strutturata e legittimata dalla regolazione è un efficiente arrangio per trattare le faglie e rischi inerenti al mercato di borsa,

Il lavoro si inizia con la descrizione dell'attuale struttura dell'autoregolazione del mercato di borsa, rilevando il suo nuovo formato istituzionale che decorre del processo di dismutualizzazione e apertura di capitale delle entità amministrative del mercato di borsa e, concludendo per la necessità di adozione di nuove prospettive sul tema che trascendano l'apparente antagonismo tra concezioni liberali e intervenzioniste.

Partendo da ciò,il lavoro presenta una visione panoramica dell'evoluzione storica dell'autoregolazione del mercato di borsa e considerazioni sui concetti di autoregolazione in altre aree della conoscenza, affinché identifichi le sue variazioni ed i suoi elementi più rilevanti - che costituiranno la base a partire del quale saranno presentate le nuove prospettive di analisi del tema.

Le prospettive proposte mirano la natura giuridica dell'autoregolazione del mercato di borsa come attività parastatale destinata a concretizzare il modello teorico neoclassico di giusta formazione dei prezzi seconda la libera attuazione delle forze di offerta e domanda e, inoltre, migliorare gli standart di condotta praticati nel mercato. Per tanto, il lavoro propone che le decisioni intraprese nell'ambito dell'autoregolazione si fondino in criteri materiali basati nelle premesse teoriche della concorrenza perfetta e nell'esigenza di compimento dei doveri derivati della buona fede oggettiva(informazione, lealtà e protezione).

Alla fine,è presentata una speculazione teorica, preliminare e non definitiva, chiamata teoria palco-platea, che ha per finalità situare lo sviluppo della struttura di autoregolazione del mercato di borsa come parte di una questione essenziale di interazione fra singolo e società rappresentata nelle diverse situazioni comunicative coinvolte nei processi decisori individuali e collettivi che modelano gli standart di condotta e le istituzioni pubbliche e private.