

MURIEL WAKSMAN

Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Doutor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2017

MURIEL WAKSMAN

Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM

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

Versão corrigida em 10 de julho de 2017. A versão original, em formato eletrônico (PDF), encontra-se disponível na CPG da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2017

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

Waksman, Muriel

Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM / Muriel Waksman ; orientador Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa -- São Paulo, 2017. 165

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

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

Ao Érico, eterno namorado e companheiro.

Ao π , com saudades infindáveis.

Agradecimentos

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

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

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

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

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

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

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

Resumo

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

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

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

Abstract

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

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

SUMÁRIO

I.	SOBRE O TEMA A SER DESENVOLVIDO	11
II.	INTERVENCIONISMO.....	14
III.	LIMITES DE INTERPRETAÇÃO: HERMENÊUTICA.....	18
3.1.	Conceito de Hermenêutica	18
3.2.	Conceito de Norma.....	20
3.3.	As Fontes de Direito.....	21
3.4.	Inexistência de Lacunas? Questão de Interpretação.....	23
IV.	COMMON LAW X CIVIL LAW	25
4.1.	Civil Law.....	25
4.2.	Common Law	27
V.	REGULAÇÃO.....	33
5.1.	Regulação nos EUA	38
5.1.1.	Nascimento da Regulação	38
5.1.2.	Cenário de Crises.....	43
5.2.	Razões de Implantação da Regulação	46
5.2.1.	Monopólios.....	49
5.2.2.	Externalidades Negativas	52
5.2.3.	Assimetria Informacional	53
5.2.4.	Competição Predatória	54
5.3.	Papel da Regulação no caso das Falhas de Mercado.....	55
5.4.	Teorias	55
5.4.1.	Primórdios do Pensamento Econômico.....	56
5.4.2.	Teoria Clássica do Interesse Público.....	57
5.4.3.	Teoria Econômica da Regulação	59
5.4.4.	Teoria de Posner	62
5.4.5.	Teoria Institucionalista	65
5.5.	Alternativas à regulação	67
5.5.1.	Deregulation	67
5.5.2.	Autorregulação	68
5.6.	Abordagem Regulatória.....	70
VI.	MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO	78
6.1.	Desenvolvimento do mercado norte-americano.....	78

6.2.	Regulação Estatal nos EUA.....	81
6.3.	Legislação dos EUA	82
6.4.	A SEC	85
6.5.	Sistema Regulatório dos EUA.....	88
VII.	MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO.....	91
7.1.	Prática da Regulação – SFN	92
7.2.	Mercado de Capitais Brasileiro	95
7.3.	Conceito de Valor Mobiliário e a Regulação do Mercado de Capitais	101
7.4.	Competência e Poderes da CVM.....	105
7.4.1.	Poder Normativo	107
7.4.2.	Poder Autorizativo.....	111
7.4.3.	Poder Preventivo	111
7.4.4.	Poder Fiscalizador e de Polícia.....	114
7.4.5.	Poder Punitivo	118
7.4.5.1.	Termo de Compromisso (“TC”).....	120
7.4.5.2.	Processo Administrativo Sancionador da CVM.....	122
7.5.	Críticas.....	132
VIII.	TRANSPLANTES JURÍDICOS	134
8.1.	Significado e Visões	134
8.2.	Falhas.....	138
8.3.	Exemplos de Transplantes	141
8.4.	Caso Brasil e EUA.....	143
IX.	CONCLUSÕES	149
X.	BIBLIOGRAFIA	151

SIGLAS E ABREVIATURAS

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

I. SOBRE O TEMA A SER DESENVOLVIDO

O título da presente Dissertação é “Os Limites ao Poder Intervencionista da CVM”. O tema a ser tratado envolve o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e o poder da CVM em intervir nas ações e decisões das companhias, com base em suas influências e sua história.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Por fim, o sétimo e último capítulo envolve o estudo pontual dos transplantes legais que tanto influenciam os sistemas jurídicos ao redor do mundo. Desta forma, almeja-se

concluir o presente trabalho, tendo-se em vista as justificativas dadas anteriormente à dificuldade da implantação de um sistema jurídico como o da SEC no Brasil (transplante jurídico).

II. INTERVENCIONISMO

Como ponto de partida do presente trabalho, foi sugerida a digressão a respeito do significado e sentido da palavra “intervencionismo”, quando aqui se fala em poder intervencionista da CVM. Intervenção, por si, é um alvará emitido separada e individualmente por uma autoridade pública que represente o poder estatal, tendo referida autorização ou ordem a consequência de obrigar e vincular as pessoas físicas e jurídicas de um sistema legal de determinada forma. A ordem emitida pelo agente intervencionista advém necessariamente de uma fonte governamental, ou de entidade que tenha autorização governamental para prosseguir desta ou daquela maneira (como se a ordem tivesse sido realizada pelo próprio governo em favor de prática já aprovada no país).

Neste sentido, o agente intervencionista é um representante do governo, o qual, perante determinada transgressão gerada dentro de um meio socioeconômico, possui o poder de intervir na sequência dos eventos, de forma a influenciar a produção de um resultado diferente do que seria produzido (e não esperado com base na transgressão original).¹ Isto quer dizer que o agente intervencionista, cujos poderes de atuação lhes foram delegados por algum ente governamental, possui a prerrogativa de atuar contra alguns fatos e atos jurídicos que estejam em contraste com o sistema jurídico, de forma a reforçar a proteção deste.

Não se faz necessária a constatação de um excesso quando da intervenção estatal (ou seja, a intervenção não ocorre apenas quando há algum abuso por parte de pessoas físicas ou jurídicas em uma sociedade), sendo que a intervenção pode ocorrer simplesmente para estabelecer regras de convivência dentro de uma sociedade e, ainda, evitar transgressões. Todavia, a intervenção e a atividade intervencionista do Estado estão geralmente associadas a uma atuação positiva governamental que tem efeitos negativos com relação aos “súditos” – os quais são obrigados e vinculados a determinadas regras.

Desta forma, intervir em um setor da economia, como o mercado de capitais, é uma

¹ “Intervening Agency. To render an original wrong a remote cause, an ‘intervening agency’ must be independent of such wrong, adequate to produce the injury, so interrupting the natural sequence of events as to produce a result different from what would have been produced, and one that could not have been reasonably expected from the original wrong” *In* BLACK, Henry Campbell. *Black’s Law Dictionary*. Saint Paul: Editorial Staff, 1933. P. 1519.

ferramenta através da qual se obriga o acionista, o empresário, o administrador, etc., a empregar os meios de produção disponíveis no mercado da forma determinada pelo Estado. Consequentemente, o intervencionismo é o instrumento por meio do qual “o governo interfere no próprio funcionamento do mercado por meio de ações isoladas, emitindo ordens e proibições”².

A ideia de intervenção (e, portanto, de regulação) envolvem a concepção de que o ser humano possui uma tendência ao abuso do poder – mais ainda, o homem está sempre tentado a abusar do poder. Desta forma, para frear abusos mais graves e maiores, é necessário que haja um freio implementado por um poder, ou seja, constituição e leis para impedir a concretização da tendência humana.³

Entretanto, os próprios conceitos de mercado e intervenção (autoridade) parecem ser, em uma análise superficial, dúbios e contraditórios. Isto, por que a ideia (simplista) de mercado advém de algo que enseja liberdade a seus agentes, os quais buscam a liberdade de atuação de forma a possibilitar uma estrutura de competição mais desenfreada, com menores limitações; diferentemente, a intervenção sugeriria justamente o oposto – os agentes governamentais atuam de forma a impor limitações aos atos praticados no âmbito dos mercados, de forma prevenir distúrbios econômicos e tentar tornar o ambiente mais “justo”. Novamente, esta ideia trata-se de uma visão simplista dos fatos, pois, conforme veremos na sequência, a existência de um mercado saudável envolve, necessariamente, algum tipo de grau de intervenção.

Para Ludwig von Mises, dentre outros, o intervencionismo seria um obstáculo ao sistema econômico – constituiria uma medida de exploração das pessoas, por meio da qual poucos obtém privilégios e a maioria mantém seu status limitado, só tendo a perder com a intervenção⁴. Os “sistemas de liberdades naturais” e o mercantilismo propostos por Adam Smith, por exemplo, demonstram cenários em que a maior intervenção estatal na economia

² MISES, Ludwig von. *Intervencionismo: uma Análise Econômica*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010. Pp. 28 e 29.

³ “Em um Estado, isto é, numa sociedade onde existem leis, a liberdade só pode consistir em poder fazer o que se deve querer e em não ser forçado a fazer o que não se tem o direito de querer. (...) A liberdade é o direito de fazer tudo o que as leis permitem.” In MONTESQUIEU. *O Espírito das Leis*. São Paulo: Martins Fontes, 2005. P. 166.

⁴ MISES, Ludwig von. *Op. cit.* P. 101.

poderia resultar em prejuízos ao mercado e à sociedade. Da mesma forma, economistas mais antigos, como o francês Jean-Baptiste Say, em suas respectivas teorias, encontramos uma crítica ao intervencionismo do Estado na economia. Em uma linha de pensamento parecida, a teoria de Marx poderia ser analisada sob a perspectiva de que a mera intervenção estatal na economia e no mercado não seria suficiente para melhorar a vida das pessoas – a reformulação do Estado em si seria o cenário mais ideal e propenso ao desenvolvimento social.

Diferentemente do acima disposto, outros doutrinadores, como Ronald Coase⁵, acolheram mais facilmente a ideia do intervencionismo governamental na economia. A teoria apresentada por Coase envolve a presença de intervenção estatal (fraca, mas existente) como um fator viabilizador do mercado e de seu desenvolvimento, sendo que a presença do Estado existiria para corrigir externalidades negativas mercadológicas⁶. Desta forma, o intervencionismo do governo serviria, mesmo que de forma secundária, como uma maneira de limitação aos custos de transação desproporcionais envolvidos na existência das externalidades negativas que afetam a eficiência econômica (o Teorema de Coase é discutido em maiores detalhes no Capítulo VIII).

A disciplina de *Law and Economics*, neste sentido, mostra que há necessidade de o governo e suas instituições compreenderem o contexto da economia de mercado e seu desenvolvimento para melhor gerir seu funcionamento e suas normas. Com a globalização, o Estado passa a intervir na economia de mercado em função da organização da vida econômica, social e política, sendo que o intervencionismo passa a ser um aspecto determinante da própria dimensão do Estado e do limite de seus poderes⁷.

Portanto, a análise de *Law and Economics* resulta na reformulação da estrutura governamental, baseada em um modelo de Estado regulador que deixa de ter como seu foco principal o monopólio estatal e a intervenção direta na economia dos países para adotar um

⁵ COASE, Ronald H. *The New Institutional Economics In Source: The American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Tenth Annual Meeting of the American Economic Association (1998).

⁶ ZYLBERSZTAJN, Decio. SZTAJN, Rachel (Org.). *Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005. P. 97.

⁷ SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012. Pp. 185 e 186.

modelo de regulação focado na eficiência do mercado e de seus agentes.

O termo “Estado regulador” pode ser entendido como sinônimo de Estado social ou de Estado intervencionista – neste sentido, adota-se um conceito mais amplo de Estado regulador e regulação de mercado⁸. No presente trabalho, a intervenção do Estado no mercado de capitais brasileiro é realizada pela CVM, sendo que, nos EUA, referido intervencionismo é realizado pela SEC, órgão federal especializado, conforme veremos mais adiante.

O intervencionismo influenciou o surgimento do Estado regulador, o qual deixa de atuar de forma direta e extravagante no mercado, passando a utilizar-se das conhecidas agências reguladoras como forma de manutenção de seu poder, ainda que de forma indireta, na economia. Desta forma, o poder intervencionista de uma agência reguladora envolve, necessariamente, o poder indiretamente exercido pelo governo. E, assim como todos os poderes, há limites estabelecidos a cada tipo de atividade reguladora.

⁸ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *O Novo Estado Regulador do Brasil, Eficiência e Legitimidade*. São Paulo: Singular, 2006. P. 41.

III. LIMITES DE INTERPRETAÇÃO: HERMENÊUTICA

Antes de dar-se início à análise das diferenças entre os sistemas jurídicos adotados no Brasil e nos EUA, assim como repassar os formatos de regulação dos respectivos mercados de capitais, é importante repassarmos alguns aspectos importantes as formas de expressão e interpretação do Direito, para facilitar a melhor compreensão das principais e mais latentes diferenças entre as regulações de referidos países.

3.1. Conceito de Hermenêutica

A hermenêutica possui, como objetivo, disciplinar e sistematizar os processos do Direito, de forma a melhor explicar o seu sentido e os limites envolvidos em seus postulados⁹. É uma parte da ciência jurídica que estuda os processos para a realização da melhor e mais clara forma de interpretação do Direito (compreensão de determinada relação jurídica, por meio da percepção da norma estabelecida pelo legislador). Desta forma, a interpretação jurídica por meio do processo hermenêutico não é necessariamente restrita aos termos da lei, pois é limitada à expressão e aos procedimentos em gerais do Direito.¹⁰

Teoricamente, o significado de um enunciado jurídico pode ser compreendido com base no seu conteúdo conceitual, desde que seja pressuposta a existência de um significado intrínseco, independentemente de sua interpretação. Ou seja, quando os postulados apresentam o respectivo conteúdo de forma direta e clara, o papel da hermenêutica pode ser desnecessário. Todavia, esse cenário acaba por funcionar apenas na teoria, pois, diversas vezes, o significado dos enunciados legais não é necessária e obrigatoriamente intrínseco e incorporado ao conteúdo das palavras, dependendo do seu uso e de sua interpretação pela comunidade jurídica.

Exemplificativamente: a complexidade envolvida em um processo legislativo é grande, em vista da submissão dos projetos a um conjunto de indivíduos, e não apenas a um único legislador – portanto, a intenção do “legislador” (mencionado de forma usual no singular) não pode ser claramente fundada no texto. A interpretação de uma lei é um passo

⁹ MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 15ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1995. P. 1.

¹⁰ FRANÇA, R. Limongi. *Hermenêutica Jurídica*. 7ª Edição. São Paulo: Saraiva, 1999. Pp. 3 e 4.

obrigatório de continuidade do processo legislativo: um texto legal não existe por si só, sendo necessário a interpretação legal para, muitas vezes, esclarecer a decisão tomada pelo legislador para determinadas situações.¹¹

Interpretar quer dizer construir e, até mesmo, reconstruir, a partir de algum conceito predefinido através da manipulação da linguagem; a função do intérprete, muitas vezes, não é meramente discricionária (descrever significados), mas envolve também a reconstrução dos sentidos, por meio da realização de conexões sintáticas e semânticas às circunstâncias do caso a ser julgado¹². Portanto, a mera releitura ou repasse do texto não é suficiente no que se refere à hermenêutica jurídica.

Os intérpretes da lei podem ter maior ou menor liberdade quando analisam determinada norma – depende do sistema interpretativo utilizado em cada caso. Neste sentido, há três conjuntos distintos de regras interpretativas: (i) regras legais, que, quando forem mais claras, não precisam ser interpretadas, ou, ainda, que são omissas ou, até mesmo, defeituosas, devendo-se utilizar analogias, costumes e princípios gerais de direito para interpretação do que não é acertado¹³; (ii) regras científicas, as quais são utilizadas pela doutrina e acatadas como máximas não questionadas¹⁴; e (iii) regras da jurisprudência, formadas a partir da análise casuística da legislação.

O processo de interpretação como um todo envolve diversos passos a serem seguidos pelo intérprete. De acordo com Dworkin, a interpretação construtiva precisa ser apurada, transformada em um instrumento apropriado ao estudo do direito enquanto prática social. Haveria três etapas de interpretação – a primeira, a pré interpretativa, na qual se identifica as regras e os padrões gerais que determinam e definem os atos praticados pelos indivíduos. Nesta etapa, há necessidade de se ter um alto grau de consenso, de forma que a atividade interpretativa dê frutos, ou seja: que os padrões interpretativos fiquem esclarecidos a todos, de forma que as regras possam ser posteriormente aplicadas à prática. A segunda etapa, propriamente dita, interpretativa, é a fase em que o intérprete se concentra em uma justificativa geral para os principais elementos da prática identificada na etapa pré

¹¹ ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 16ª Edição. São Paulo: Malheiros, 2015. P. 51.

¹² *Ibidem*. Pp. 53 e 54.

¹³ FRANÇA, R. Limongi. *Op. cit.* Pp. 21 e 22.

¹⁴ *Ibidem*. Pp. 24 e 25.

interpretativa – a partir disso, o intérprete será alguém que compreende a prática estabelecida, não um inventor de uma nova prática. Por fim, a terceira etapa, pós interpretativa ou reformuladora, é a fase em que se ajusta a ideia daquilo que a prática de fato requer para melhor servir à justificativa aceita na etapa interpretativa.¹⁵

Em vista do acima disposto, a hermenêutica envolve a interpretação e a criação de normas jurídicas. O conceito de norma é um dos conceitos fundamentais da Ciência do Direito, de uso corrente e coloquial, assim como os demais termos a ele relacionados (como “regra”, “mandamento” ou “preceito”).

3.2. Conceito de Norma

Normas não são textos normativos ou o seu conjunto, mas, sim, os sentidos construídos a partir da interpretação sistemática de textos normativos. Não existe correspondência entre uma norma e um dispositivo legal – onde há uma norma, não há obrigatoriamente dispositivo. Em alguns casos, há norma, mas não há dispositivo, e vice-versa. Há, ainda, casos em que há um dispositivo a partir do qual se constrói mais de uma norma, e há casos que diversos dispositivos comportam apenas uma norma.¹⁶

Norma seria um ato, no sentido objetivo, pelo qual se ordena ou permite e se autoriza uma conduta (um imperativo), ou, ainda, a expectativa de um comportamento contrafaticamente estabilizada (um modelo de conduta que é respeitado ou, quando não o é, tem como consequência uma reação social).¹⁷

O conceito de norma está relacionado, ainda, à expressão de uma proibição, ou à negação de uma permissão. Uma norma envolve a identificação de uma entidade semântica, ou seja, um conteúdo de significado que inclui uma modalidade deôntica, com expressões como “é permitido”, “é proibido”, “deve” ou “tem direito a”¹⁸.

¹⁵ DWORKIN, Ronald. *O Império do Direito*. 2ª Edição. São Paulo: Martins Fontes, 2007. Pp. 81 e 82.

¹⁶ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.* Pp. 50 e 51.

¹⁷ ALEXY, Robert. *Teoria dos Direitos Fundamentais*. 2ª Edição. Trad. Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2011. Pp. 51 e 52.

¹⁸ *Ibidem*. Pp. 55 e 56.

O fenômeno das lacunas do direito é relacionado à arquitetura do sistema jurídico – um sistema normativo totalmente ordenado e completo, em que a ordem normativa “delimita o campo da experiência sem ser condicionada pela própria experiência”¹⁹, quer dizer um sistema livre de lacunas, pois o que não está juridicamente proibido está, naturalmente, permitido.

Apesar de as normas serem concretas e possuírem um sentido criado a partir da interpretação legislativa, elas podem deixar lacunas para trás. Uma lacuna é um vazio do ordenamento jurídico, concretizando-se pela inexistência de uma norma – seria uma incompletude inadequada na legislação²⁰. Alguns autores argumentam pela impossibilidade da previsão de todos os fatos concretos da vida, sendo natural a existência das lacunas na legislação²¹.

Neste sentido, ainda, Norberto Bobbio distingue o sistema jurídico e as lacunas em dois casos: o primeiro, da autointegração, versa sobre a consistência da norma preparada por meio da utilização do próprio ordenamento jurídico – por meio da analogia e princípios gerais do Direito (ou seja, sem necessidade de influência de outros ordenamentos para obtenção de demais fontes). No segundo método, da heterointegração, diferentemente da autointegração, recorre-se a fontes diferentes das dominantes (como, por exemplo, aos costumes e ao poder criativo do juiz, conforme verificaremos adiante no sistema de *Common Law*).²²

Portanto, a doutrina e os intérpretes juristas utilizam-se de diversas fontes para a criação do Direito e o suprimento de eventuais lacunas.

3.3. As Fontes de Direito

As fontes de Direito fazem referência aos métodos de criação jurídica em geral – por

¹⁹ DINIZ, Maria Helena. *As Lacunas no Direito*. São Paulo: Saraiva, 2002. P. 27.

²⁰ ENGLISH, Karl. *Introdução ao pensamento jurídico*. 6ª Edição. Lisboa: Calouste Gulbendian, 1983. P. 78.

²¹ SERPA LOPES, Miguel Maria de. *Curso de Direito Civil*. 4ª Edição. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991. P. 181.

²² BOBBIO, Norberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 10ª Edição. Brasília, D.F.: Universidade de Brasília, 1982. Pp. 146 e 148.

isso, fonte de Direito significa o fundamento de validade de uma ordem jurídica e, muitas vezes, até mesmo o suprimento de lacunas e dúvidas jurídicas. Neste sentido, as fontes de Direito designam todas as representações que influenciam a função criadora e a função aplicadora do Direito, como os princípios morais e políticos, as teorias jurídicas, pareceres de especialistas, dentre outros.²³

Com base no crescimento do Estado-gestor (com sua atividade intervencionista), a legislação como fonte de direito tornou-se cada vez mais complexa com a grande quantidade de atos promulgados pelos órgãos governamentais, como instruções normativas, regimentos, regulações, circulares, etc. Cada um desses tipos de atos normativos deve estar subordinado às leis, implantando-se a estrutura hierárquica das fontes do direito.²⁴

A primeira fonte de direito, naturalmente, é a lei, “uma disposição genérica emanada do poder legislativo competente que ordena uma situação fática ou procedimental da sociedade, às vezes cominando penas ao descumprimento, às vezes simplesmente estabelecendo princípios gerais”²⁵. A partir do momento de sua entrada em vigor, torna-se fonte primária de direitos e obrigações nos sistemas de *Civil Law*, conforme veremos adiante, não podendo ser desobedecida ou “esquecida” em hipótese alguma.

Os costumes são, por sua vez, outra fonte de Direito, envolvendo o conjunto de práticas comuns habituais de determinado grupo de pessoas. Os costumes são geralmente aplicados quando a lei é omissa ou, ainda, para auxiliar sua interpretação – todavia, não sendo fixos e escritos, são comumente mutáveis de acordo com as práticas socioculturais.²⁶

²³ KELSEN, Hans. *Teoria Pura do Direito*. Trad. João Baptista Machado. São Paulo: Martins Fontes, 2003. P. 259.

²⁴ “Sobre essa ordem hierárquica, porém, podem surgir controvérsias doutrinárias. Há autores, por exemplo, que procuram demonstrar que, como o âmbito de competência de uma lei complementar (em geral, vista como superior) é diferente do de uma lei ordinária (em geral, vista como inferior àquela), não há hierarquia entre elas: o que se exige é apenas que cada qual fique em seu âmbito e não invada o outro. Caso ocorre essa invasão, uma delas prepondera não por uma verticalidade, mas por contrariar limites horizontais.” In FERRAZ JR., Tercio Sampaio. *Introdução ao Estudo do Direito: Técnica, Decisão, Dominação*. São Paulo: Atlas, 2003. Pp. 236 e 237.

²⁵ VIEIRA, Andréia Costa. *Civil Law e Common Law: os Dois Grandes Sistemas Legais Comparados*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2007. P. 64.

²⁶ De acordo com o Professor Verçosa, o Código Civil Brasileiro “é absolutamente omissa a respeito dos usos e costumes em geral, não havendo, inexplicavelmente, qualquer referência a seu respeito. Assim sendo, a questão que se coloca é precisamente esta: constituem aqueles, ainda, fontes do Direito Comercial? A resposta é afirmativa (...)”. In VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial I. Teoria Geral do Direito Comercial e das Atividades Empresariais Mercantis. Introdução à Teoria Geral da Concorrência e*

A terceira fonte, jurisprudencial, envolve interpretação e aplicação judicial das leis (no que são omissas ou não expressas – nos casos de lacunas). Apesar de não ser fonte vinculante nos países de *Civil Law*, os tribunais geralmente adotam um entendimento (geralmente) linear em suas decisões, passando a jurisprudência a ser reafirmada de tempos em tempos. Veremos nos próximos capítulos que, no sistema de *Common Law*, a fonte jurisprudencial é primária, de maior importância e vinculação no Direito.

A doutrina, quarta fonte do direito, é geralmente secundária, pois envolve a pesquisa e a opinião de diversos estudiosos do Direito. Esta fonte do direito pode, como veremos a seguir, influenciar a jurisprudência e, até mesmo, a própria lei. É uma forma de “comentarista” do Judiciário (*case books*), também mais comum no sistema de *Common Law*²⁷.

Por último, os princípios gerais, também fonte secundária de Direito, são fundamentos ou regras de direito, ainda que não escritos, fazendo parte do Direito positivo.

3.4. Inexistência de Lacunas? Questão de Interpretação

Apesar da existência de diversas dúvidas jurídicas a respeito de ordenamentos e normas legais em todos os países em que há alguma forma de Direito, há algumas correntes doutrinárias que negam a existência de lacunas. Neste sentido, Thibaut entendia a plenitude e perfeição da lei escrita, sendo inconcebível e inaceitável encontrarmos lacunas na letra da lei – a tese da supremacia da lei. Ainda, Savigny contradisse referida arguição, pois afirmava que a lei não seria resultado da arbitrariedade da vontade estatal, mas, sim do sentimento revolucionário da burguesia; o direito teria uma plenitude lógica, por meio da qual a inexistência de instituto típico seria sanada pelo enquadramento de instituição existente.²⁸

Num sentido parecido, Kelsen entendia que o argumento pela existência de lacunas legislativas é um tanto quanto simplista, pois as normas que compõem o sistema jurídico

dos Bens Imateriais. 3ª Edição, revista atualizada e ampliada. São Paulo: Malheiros Editores, 2011. Pp. 72 e 73.

²⁷ *Ibidem*. P. 71.

²⁸ DINIZ, Maria Helena. *Op. cit.* P. 31.

poderiam, por si só, solucionar a maioria dos conflitos (de forma positiva ou negativa: tudo o que não foi proibido, é permitido). Neste sentido, o autor afasta a existência de lacunas do Direito (propriamente dita ou, ainda, uma lacuna técnica), fundando-se na premissa de que não existe a ausência de uma norma jurídica – o que seria uma mera imprevisão legislativa.

29

Em vista do acima disposto, há diversos doutrinadores que afirmam que lacunas não existem³⁰ e há, ainda, outros que argumentam pela sua existência³¹, sendo que as lacunas seriam constantemente preenchidas e alteradas pela comunidade jurídica. Portanto, pode-se dizer que a existência ou não das lacunas legais é uma questão de hermenêutica jurídica – o fato é que, independentemente de existirem ou não lacunas jurídicas, há necessidade de se resolver as dúvidas legais conforme o caso de acordo com a melhor técnica jurídica (utilizando a forma e a fonte com a qual cada legislação estiver mais confortável)³².

Apesar da disputa eterna existente na maioria dos sistemas jurídicos a respeito da existência das lacunas, no Direito brasileiro especificamente, a fonte principal é a lei – o foco, aqui, é a hierarquia das normas e regras, sendo que, em casos de conflito, a interpretação das normas e leis em si (de forma a definir qual a norma superior) é a estrutura mais forte³³.

²⁹ KELSEN, Hans. *Op. cit.* P. 273.

³⁰ “Distingue-se, neste sentido, uma regulação positiva e negativa da conduta humana pelo ordenamento jurídico, toda conduta de um indivíduo que está sob uma ordem jurídica - positivamente ou negativamente - é juridicamente regulada. Então pode-se - neste sentido - falar de uma plenitude do ordenamento jurídico. Então não pode haver "lacunas" no Direito, contanto que com isso se entenda que uma determinada conduta humana não é juridicamente regulada e, por conseguinte, o Direito vigente não pode ser aplicado a esta conduta. Isto jamais é o caso, pois o Direito vigente pode ser aplicado em todas as hipóteses em que um indivíduo, por causa de uma conduta por ele expressa, for juridicamente chamado à responsabilidade, quer dizer, se a questão a decidir é se esta conduta representa um ilícito porque, segundo o Direito em vigor, a esta conduta se deve reagir com uma consequência do ilícito, estatuída pelo Direito válido. Esta questão sempre pode ser decidida com aplicação do Direito vigente.” In KELSEN, Hans. *Teoria Geral das Normas Jurídica*. Tradução: José Florentino Duarte. Porto Alegre: Fabris, 1986. P. 168.

³¹ “Sempre se reconheceu que mesmo uma lei muito cuidadosamente pensada não pode conter uma solução para cada caso necessitado de regulação que seja atri-buível ao âmbito de regulação da lei; por outras palavras: que toda a lei contém inevitavelmente «lacunas»” In LARENZ, Karl. *Metodologia da Ciência do Direito*. 3ª Edição. Tradução: José Lamego. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997. P.519.

³² *Ibidem*. P 519. Larenz traz o conceito de que o preenchimento de lacunas é na verdade aprofundamento do processo de interpretação: “A interpretação da lei e o desenvolvimento judicial do Direito não devem ver-se como essencialmente diferentes, mas só como distintos graus do mesmo processo de pensamento.”

³³ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.* P. 167.

IV. COMMON LAW X CIVIL LAW

O primeiro passo em direção à melhor e maior compreensão das diferenças entre a SEC norte-americana e a CVM é o estudo das diferenças dos sistemas em que ambas as instituições foram implementadas e desenvolvidas. Além de auxiliar a melhor assimilação do sistema jurídico adotado por cada uma das agências reguladoras, o estudo dos sistemas jurídicos de *Civil Law* e *Common Law* será importante ferramenta para entender o funcionamento do mercado de capitais de cada país.

4.1. Civil Law

O termo *Civil Law* refere-se ao sistema jurídico adotado pelos países da Europa continental e, portanto, também adotado pela maioria dos países que “sofreram” colonização europeia, como, por exemplo, os países latino americanos. Trata-se de um aparelho jurídico embasado na lei escrita, tendo como origem uma mistura do Direito Romano propriamente dito (*jus civile*, o qual determinava quais as regras aplicáveis aos cidadãos de Roma³⁴), da oposição populacional ao Absolutismo e de influências do sistema Germânico e do Direito Canônico (o qual utilizou o termo “direito civil” para separar o direito romano, aplicado às pessoas da comunidade romana, das regras da Igreja).³⁵

Na época de Roma antiga, do Direito Romano, o sistema legal possuía características mais rígidas, com formas procedimentais mais limitadas, as quais criaram diversas dúvidas na população; em vista de referidas confusões, todas e quaisquer insuficiências eram sanadas pelos *praetor*, juristas responsáveis pela interpretação e aplicação da lei escrita³⁶. A partir do momento em que o público passou a ter maior confiança nos juristas, nas suas opiniões e orientações, estes deixaram de ser os meros intérpretes técnicos da lei, e passaram, também, a ser os indivíduos que possuíam mais conhecimento e sabedoria a respeito da legislação aplicável aos cidadãos de Roma.

Desta forma, o Direito Romano se desenvolveu a partir da interpretação jurídica

³⁴ DAINOW, Joseph. *The Civil Law and the Common Law: Some Points of Comparison*. The American Journal of Comparative Law, Vol. 15, No. 3 (1966 - 1967). P. 420.

³⁵ VIEIRA, Andréia Costa. *Op cit.* Pp. 21 e 22.

³⁶ DAINOW, Joseph. *Op.cit.* P. 421.

realizada por juristas a respeito das normas confusas e rígidas impostas pelo soberano, sendo disseminado em diversos países da Europa central, aparecendo e reaparecendo diversas vezes nas mais diferentes formas, mesmo que modificado e reinterpretado.

Adicionalmente, após a Idade Média, o *Civil Law* ganhou um novo sentido ao longo do século XVII, época em que se pôs fim à luta contra o Absolutismo instalado nos países europeus, influenciando a criação do Estado Liberal e do Constitucionalismo. A população, ao buscar freios aos monarcas absolutistas, criou um sistema de regras e contrapesos legais, fixados de forma inquestionável perante tudo e todos.

Portanto, influenciado por ideais da Revolução Francesa, o sistema do *Civil Law* faz parte de uma tradição escolarizada e feita por legisladores, datada desde a lei romana³⁷. Em suma, o *Civil Law* envolve a incorporação de princípios e regras jurídicas em um código (legislação escrita), o qual rege a relação entre as pessoas e os entes públicos de cada país. Conforme visto no Capítulo III, o *Civil Law* é constituído por diversas fontes de direito (i.e., leis, costumes, jurisprudência, doutrina e princípios), sendo que a sua fonte primária é a legislação propriamente dita, e as demais fontes são consideradas como secundárias – as quais devem seguir e estar sempre de acordo com a fonte primária.

Dentro do âmbito do *Civil Law*, o jurista francês Jean Etienne Marie Portalis, no discurso preliminar a respeito da apresentação do Código Civil francês (*Discours Preliminaire Prononce Lors de la Presentation du Project [de Code Civil] de la Commission du Gouvernement*), afirmou que o papel da legislação é fixar, de forma generalista, as máximas de justiça (Direito), estabelecer princípios ricos em sugestões e consequências de atos e não entrar em maiores detalhes³⁸. Referidos princípios, estabelecidos em um código civil, são cuidadosamente organizados e integrados de forma contínua, nunca detalhados, mas, sim, colocados de forma mais ampla para responder a perguntas que eventualmente surjam por meio de uma interpretação mais liberal³⁹.

³⁷ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. NBER Working Paper Series, Working Paper 5879, 1997. P. 3.

³⁸ “L’office de la loi est de fixer par de grandes vues des maximes générales du droit, d’établir des principes féconds en conséquences, et non de descendre dans le détail des questions qui peuvent naître sur chaque matière.” In Fenet PA. *Recueil Complet des Travaux Préparatoires du Code Civil* T.I. 470, 1827.

³⁹ DAINOW, Joseph. *Op.cit.* P. 424.

Contudo, dentro do sistema de *Civil Law*, existem dois casos em que a legislação não pode ser aplicada diretamente: quando os fatos não se adequam ao conceito e escopo da legislação (lei silente) ou nos casos em que os fatos são apenas parcialmente incorporados dentro do escopo da lei (insuficiência da lei). No caso da lei silente, os juízes seriam responsáveis por encontrar uma ligação dedutiva ou uma analogia racional do que a lei determina e o que deveria ser interpretado; no caso da lei insuficiente, a insuficiência é superada por meio de interpretação criativa do código existente (nos termos franceses, soluções coerentes com o espírito e o sistema do código).

4.2. Common Law

O *Common Law*, por sua vez, é um sistema originário da Inglaterra, que reflete a economia, a sociedade e a política advindos do sistema feudal⁴⁰. É um aparelho legal cuja fonte primária envolve os casos judiciais passados, os quais passam a ser reconhecidos como vinculantes, obrigatoriamente observados e adaptados a casos posteriores⁴¹. A teoria do *Common Law*, apesar de originária da Inglaterra, é, assim como ocorre no *Civil Law*, também adotada nos países de colonização inglesa – sobretudo, nos EUA, os quais seguiram os precedentes ingleses início do desenvolvimento de seu sistema jurídico.

O rei da Inglaterra, ao tentar estabelecer um poder mais centralizado, passou a resolver diretamente as mais diversas questões da população local, com auxílio da intervenção das autoridades locais. Desta forma, em vista do atrito causado entre as autoridades e população local, o monarca organizou suas próprias cortes com juízes específicos e estratégicos para lidar com os assuntos do dia-a-dia, criando o sistema do *Common Law*. O próprio nome surgiu, portanto, em vista das decisões dos juízes, que passaram a ser os responsáveis por estabelecer regras gerais comuns no país como um todo.⁴²

⁴⁰ *Ibidem*. P. 422.

⁴¹ VIEIRA, Andréia Costa. *Op.cit.* P. 107.

⁴² “By means of their decisions they created the first uniform rules and the first basis of uniformity in the legal order, by establishing general norms which were common throughout the whole country. It was a form of general law or common law for all parts of the realm; hence the name, common law” *In* DAINOW, Joseph. *Op.cit.* P. 422.

Subsequentemente, com o advento da monarquia parlamentarista, as cortes criadas pelo rei se viram obrigadas a aplicar as legislações promulgadas não mais pelo rei, mas pelo Parlamento – desta forma, o *Common Law* incorporou a proteção dos direitos da população, fazendo com que as decisões das cortes fossem emanadas com uma base legal predefinida⁴³.

Com base no poder das decisões judiciais, os princípios do Direito, desde o mais importante ao mais esdrúxulo, são formulados pelas cortes de justiça, sem (idealmente) qualquer existência de legislações específicas a respeito. Neste ponto, as fontes primárias do *Common Law* são, logicamente, a jurisprudência e as legislações (quando existentes, sempre em segundo plano), sendo os costumes e a doutrina fontes secundárias. Referido sistema é organizado como uma lei de costumes, na medida em que não reflete a prática da população em geral, mas, sim, a lei desenvolvida pelos juízes⁴⁴.

Assim, pode-se dizer que a jurisprudência cria e desenvolve o direito⁴⁵ – o qual é vinculado a casos julgados (*case law*), alguns tornando-se *leading cases* a serem estudados por toda a comunidade jurídica⁴⁶. Além da força de precedentes, existe uma hierarquia funcional articulada entre os diversos graus de tribunais – isto é, as decisões também estão sujeitas à hierarquia das cortes no sistema jurídico (uma decisão é mais poderosa e vinculante se proferida por um tribunal de posição mais alta)⁴⁷.

Diz-se que a doutrina do *stare decisis*⁴⁸ de *Common Law* envolve intervenção estatal menor no dia-a-dia dos súditos – o *Civil Law*, ao adotar um sistema mais “racional” e

⁴³ *Ibidem*. P. 422.

⁴⁴ SCALIA, Antonin. *Common-Law Courts in a Civil-Law System: The Role of United States Federal Courts in Interpreting the Constitution and Laws*. The Tanner Lectures on Human Values delivered at Princeton University March 8 and 9, 1995. Pp. 79 e 80.

⁴⁵ O aspecto da “criação” do Direito realizada pelas cortes inglesas e norte-americanas é controverso e envolve diversas opiniões contrastantes, as quais não serão abordadas no presente trabalho. Neste sentido: “(...) common-law judges make law. The notion that they are merely mouthpieces declaring the law he memorably dismissed as a ‘childish fiction’, promoted mainly by judges themselves. This refusal to countenance the declaratory theory of the common law is at the heart of the second argument linking the emergence of *stare decisis* with the rise of legal positivism.” In DUXBURY, Neil. *The nature and authority of precedent*, Cambridge: Cambridge University Press, 2008. P. 39.

⁴⁶ VIEIRA, Andréia Costa. *Op.cit.* P. 235.

⁴⁷ TUCCI, José Rogério Cruz e. *Direito processual civil europeu contemporâneo*. José Rogério Cruz e Tucci (Coord.). Editora Lex, 2010. P. 223.

⁴⁸ “(...) Quite obviously, without such a principle common-law courts would not be making any ‘law’; they would just be resolving the particular dispute before them. It is the requirement that future courts adhere to the principle underlying a judicial decision which causes that decision to be a legal rule.” In SCALIA, Antonin. *Op. cit.* P. 83.

construtivista, passa a envolver uma tendência intervencionista maior, com maiores restrições governamentais na economia e demais liberdades individuais. O sistema judiciário inglês surgiu das pressões da aristocracia e burguesia inglesa para a criação de um sistema protecionista de bens e contratos, contra a intervenção da coroa inglesa nos mercados. Por outro lado, o *Civil Law* teria surgido de uma geração revolucionária francesa, a qual desejava se ver livre de reis absolutistas e de suas cortes⁴⁹.

O sistema de *Common Law* envolve, logicamente, uma legislação, geralmente não formada como princípios gerais, mas como regras específicas cuja intenção é controlar algumas situações fáticas em detalhes. Com base na sua origem (cortes influenciadas pelo rei, as quais posteriormente demonstraram-se contrárias ao poder crescente do Parlamento), o *Common Law* foi criado em meio a cortes e juízes que se recusavam a levar em consideração qualquer valor legislativo, o que resultou, em nome de um sistema jurídico “justo”, na adoção de métodos bastante rígidos de interpretação legal. Em contrapartida à rejeição de lei escrita pelas cortes, a legislação aceita e vigente até atualmente é extremamente sucinta, de forma a assegurar o seu cumprimento máximo nas diversas situações e dar certa margem de liberdade às cortes no que se refere aos detalhes mais específicos de cada caso.⁵⁰

Os precedentes judiciais representam, portanto, uma “repetição” de questões jurídicas resolvidas anteriormente por um tribunal noutro caso semelhante, valendo como precedente não a resolução do caso concreto que adquiriu força jurídica, mas só a resposta dada pelo tribunal⁵¹. Desta forma, a autoridade atribuída a um precedente não faz com que toda decisão seja caracterizada como um precedente – apesar de todo precedente ser originado em uma decisão (de eficácia normativa, não só executiva), as decisões que lhe seguirem não são consideradas precedentes, mas, sim, a aplicação e influência dos mesmos⁵².

⁴⁹ MAHONEY, Paul G. *The Common Law and Economic Growth: Hayek Might be Right*. University of Virginia School of Law Legal Studies Working Papers Series, Working Paper 00-8, January 2000. P. 3.

⁵⁰ DAINOW, Joseph. *Op. cit.* P. 426.

⁵¹ LARENZ, Carl. *Op. cit.* P. 611.

⁵² MARINONI, Luiz Guilherme. *Precedentes Obrigatórios*. 4ª Edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. P. 213.

O sistema de *Common Law* possui, notadamente, diversas vantagens e desvantagens. Como características positivas, pode-se destacar a consistência entre os casos julgados pelas cortes (os quais possuem tratamento igual, não estando sujeitos à livre interpretação dos julgadores), a certeza a respeito da decisão de futuros casos, a eficiência (economiza-se tempo e dinheiro ao saber-se como determinado assunto será conduzido), flexibilidade dos princípios ao serem desenvolvidos pelas cortes, a possibilidade de crescimento e enriquecimento do direito, riqueza de detalhes no relatório de cada caso, a praticidade com a qual os casos são resolvidos e a antiguidade dos princípios.⁵³

Todavia, deve-se destacar que o sistema de *Common Law* possui, ainda, alguns aspectos negativos: a sua rigidez (decisões tomadas de forma errônea ou exagerada são dificilmente alteradas com o passar do tempo), o perigo de distinções arbitrárias (juízes que distinguem casos sem explicação, julgando conforme o que melhor considerarem), a complexidade do excesso de detalhes, a “inconstitucionalidade” (apesar da separação dos poderes, o Judiciário acaba por criar normas e leis ao julgar os casos e decidir de forma vinculante, agindo, frequentemente, de forma discricionária), a dificuldade de encontrar a razão de decidir de cada decisão, o preconceito de casos prejudgados no passado, o conservadorismo da teoria dos precedentes (direito ultrapassado) e a problemática passado *versus* futuro (os juízes julgam algo do passado ou do presente – não há princípios criados com base em situações futuras).⁵⁴

Apesar de fazer parte do sistema de *Common Law*, os EUA possuem algumas diferenciações com relação ao sistema inglês, pois o seu triunfo foi um tanto quanto difícil nos EUA⁵⁵. O direito inglês acabou por não ser bem instalado nos EUA, pois não estava adaptado às suas condições – por mais que fossem colônia da Inglaterra, os EUA tiveram um processo de colonização que resultou em diversas diferenças com relação aos ingleses. Adicionalmente, em vista da independência em 1776, o direito norte-americano seguiu um

⁵³ VIEIRA, Andréia Costa. *Op. cit.* Pp. 129 a 131.

⁵⁴ *Ibidem.* Pp. 131 a 134.

⁵⁵ “La langue anglaise et le peuplement originaire anglais des États-Unis ont maintenu ce pays dans la famille de la common law. (...) Dans la famille de de la common law toutefois, le droit des États-Unis occupe une place particulière; plus que n’importe quell autre droit, il est marqué par des caractéristiques que lui impriment une considerable originalité; et ces caractéristiques, bien souvent, ke rapprochent des droits de la famille romano-germanique, don’t à un moment de son histoire il a subi l’attrance” In DAVID, René. *Les grands systèmes de droit contemporains*. Paris: Précis Dalloz, 1978. 7ª Edição. P. 413.

caminho diferente e separado do direito inglês; todos os traços semelhantes foram cortados com a independência, cuja distância da Inglaterra, em um momento inicial, foi aumentada para o maior desenvolvimento de sua civilização⁵⁶.

Desta forma, nos primórdios de seu desenvolvimento, o *Common Law*, nos EUA, foi caracterizado por diversos textos legislativos, ao invés de se submeter ao domínio dos precedentes judiciais como fonte das normas do sistema jurídico. A partir do século XX, o *statutory law* ganhou cada vez mais importância para o Direito norte-americano, sendo o mercado de capitais um exemplo clássico de seu desenvolvimento.⁵⁷

Todavia, a origem dos precedentes judiciais da colonização norte-americana não foi deixada para trás – pelo contrário, a existência de legislação escrita no país e de precedentes judiciais é uma forma de complementação do sistema jurídico dos EUA (principalmente no que se refere ao mercado de capitais).

Há algumas diferenças estruturais entre os sistemas de *Civil Law* e *Common Law*, principalmente no grau de independência judiciária do primeiro e o baixo nível de escrutínio executivo da última que influenciam a alteração de direitos de propriedade e contratos⁵⁸. Dainow afirma que, como o *Civil Law* é uma prática de milhares de anos, na medida em que o *Common Law* é mais recente (algumas centenas de anos), este sistema estaria no processo de ultrapassagem de todos os estágios de desenvolvimento que o *Civil Law* já teria passado, sendo que o futuro do *Common Law* poderia ser, em alguma medida, antecipado com a história do *Civil Law*⁵⁹. Todavia, referido entendimento nem sempre faz sentido.

Em contrapartida, outros autores argumentam que países com sistemas jurídicos de *Civil Law* possuem uma probabilidade maior de apresentar um desempenho econômico

⁵⁶ “Le décalage entre eux [les deux droits] était dû essentiellement, à l’origine, à l’impossibilité d’appliquer en Amérique le droit anglais (...) L’Angleterre est une île européenne; les États-Unis sont une masse continentale moins dépendante de voisins immédiats. L’Angleterre est un pays de tradition; les États-Unis, fiers des ancêtres qui ont repudié le joug colonial et des immigrants, de multiplex races, qui sont venus chercher chez eux une nouvelle patrie; tournent, délibérément le dos aux trop anciennes traditions. L’Angleterre est une monarchie; les États-Unis sont une république, et connaissent un régime présidentiel. L’Angleterre a toujours été une nation unitaire, très centralisée en ce qui concerne l’administration de la justice; les États-Unis sont un État fédéral, dans lequel il y a lieu de concilier intérêts nationaux et particularismes des États.” *Ibidem*. P. 416.

⁵⁷ HAY, Peter. *Law of the United States: An Overview*. 3ª Edição. Bruxelas: C.H. BECK Bruylant, 2010. P. 9.

⁵⁸ MAHONEY, Paul G. *Op. cit.* P. 4.

⁵⁹ DAINOW, Joseph. *Op. cit.* P. 423.

inferior, pois suas legislações são mais engessadas e a sua execução não é certa (além do fato de que os próprios mercados de capitais locais são menos desenvolvidos). Diferentemente, o sistema do *Common Law* forneceria uma proteção maior aos participantes do mercado, pois suas normas são mais apropriadas para a maximização da riqueza da economia.⁶⁰

Desta forma, percebe-se que há uma grande diferença estrutural e histórica entre os sistemas jurídicos brasileiro e norte-americano. A partir deste momento, é importante para o presente trabalho passarmos a analisar e verificar como se dá a intervenção do Estado na economia dos países em questão, no que se refere aos respectivos mercados de capitais, referente aos aspectos de regulação econômica.

⁶⁰ POSNER, Richard A. *Theories of Economic Regulation*. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 41, 1974. ZYLBERSZTAJN, Decio. SZTAJN, Rachel (Org.). *Op. cit.* Pp. 145 e 146.

V. REGULAÇÃO

Historicamente, a teoria de Adam Smith negava a necessidade de intervenção estatal na economia, pois a troca de bens e mercadorias poderia ser movimentada pelos interesses de cada indivíduo (e não por um maquinário estatal regulador), conduzindo todos os indivíduos ao bem comum. Com o advento do *Welfare State*, o pensamento econômico se voltou para o intervencionismo, a partir do qual o Estado intervém e regula o mercado para a promoção do bem comum. De acordo com referida teoria, é possível se alcançar uma alocação ótima de recursos, desde que haja um número suficiente de mercados, cujos consumidores e produtores sejam competitivos e mantenham o equilíbrio do mercado.

Porém, o cenário acima previsto é incompatível com a realidade: não existe o número suficiente de mercados para que o equilíbrio seja alcançado – esse fator é conhecido como uma “externalidade”, inexistência de alocação de um custo ou benefício gerado por uma atividade econômica a determinado agente, sem que este tenha que arcar com o custo ou receber o benefício. Nas ocasiões em que há custos ou benefícios que não são minimizados ou maximizados socialmente, o mercado falha na sua tarefa de gerar uma alocação Pareto-ótima. Desta forma, reconheceu-se que o mercado poderia apresentar falhas, ineficiente do ponto de vista de Pareto, sendo que a solução para referidas falhas seria a intervenção estatal na economia.

Com o passar dos anos, percebe-se que, na maioria dos Estados capitalistas, o intervencionismo estatal sofreu alterações estruturais de diversas naturezas. O Estado capitalista liberal, proposto à política do *laissez-faire*, era caracterizado pela liberdade de comércio, pela criação e grande circulação de moeda, por trocas sem restrições entre países – portanto, não havia uma ação diretamente intervencionista por parte do governo nas ações humanas, com base no pressuposto de que o homem age racionalmente buscando a maximização de seus interesses individuais⁶¹.

Todavia, o Estado capitalista liberal sofreu uma crise ao final do século XIX, em vista da concentração do capital nas mãos dos membros participantes da industrialização, da

⁶¹ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* P. 70. BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Estado e subdesenvolvimento industrializado: esboço de uma economia política periférica*. São Paulo: Ed; Brasiliense, 1977. P. 89.

tendência de crescimento do poder sindical (grupos de interesses antagônicos aos capitalistas) e em vista do crescimento (aumento do poder) do próprio Estado naturalmente desenvolvido ao longo os anos⁶². Percebe-se uma presença gradativamente maior e mais forte do Estado no dia-a-dia das pessoas das nações ocidentais, passando os entes governamentais a tomarem decisões cada vez maiores e mais importantes, principalmente no que se refere à economia dos países.

Novamente, as diferentes formas de intervenção estatal sofreram novas mudanças com o passar dos anos. O sistema intervencionista estatal sofreu um novo desgaste, em vista da incapacidade do Estado de agir de forma independente na formulação de políticas públicas e pela decrescente influência sobre os comportamentos interindividuais, percebendo-se a necessidade de criação de uma nova racionalidade, disposta e eficiente para arcar com o corporativismo dos países capitalistas⁶³.

Em vista do acima disposto, pode-se afirmar que o intervencionismo estatal na economia de um país sofre diversas mudanças com o passar dos anos e com as alterações culturais e socioeconômicas de sua população. Neste sentido, a palavra “regulação” pode ter diversos significados – pode significar o Estado capitalista liberal (que dá mais liberdade de atuação de seus súditos), o Estado intervencionista (o qual intervém regularmente no dia-a-dia de uma nação), ou, até mesmo, o Estado ditatorial (que exerce a intervenção direta e mais feroz em todos os aspectos da economia de um país)

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 regulação⁶⁴. Regular não é o mesmo que regulamentar – a regulamentação é o detalhamento normativo desta intervenção⁶⁵. Por sua vez, a regulação é realizada em um plano mais elevado e geral de

⁶² HABERMANS, Jürgen. *The structural transformation of the public sphere: An Inquiry into a Category of Bourgeois Society*. Trad. Thomas Burger. 7ª tir. Cambridge: The MIT Press, 1995. Pp. 141 e 142.

⁶³ FARIA, José Eduardo. *Direito Economia na Democratização Brasileira*. São Paulo: Saraiva, 2013. P; 131.

⁶⁴ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-Plateia*. São Paulo: Almedina, 2011. P. 128.

⁶⁵ Alguns autores argumentam que regular é sinônimo de regulamentar – todavia, não entraremos em detalhes nesta discussão. Adicionalmente, existem diversas definições relacionadas ao termo “regular”, na medida em que tanto o regulador quanto o regulado podem ser entidades privadas ou públicas. Cf. DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa*. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, 2016. Pp. 37 a 41.

intervenção estatal, pois envolve um conjunto de regras limitadoras da liberdade de ação ou de escolha das empresas, dos profissionais liberais e/ou dos consumidores, cuja aplicação é sustentada pelo poder de coerção que a sociedade concede ao Estado.⁶⁶

O ato governamental de regular está necessariamente associado a técnicas advindas do sistema econômico⁶⁷. Regular (*regulate*) significa estabelecer, fixar-se ou controlar, ajustar por meio de lei, método ou forma preestabelecida – regulação é o ato de regular, uma ordem ou regra prescrita para administração ou governo, um princípio regulador⁶⁸. Neste sentido, percebe-se a importância da breve definição inicial do poder intervencionista de órgãos governamentais – diretamente relacionado à atividade reguladora.

De acordo com Calixto Salomão Filho, a teoria da regulação é a contribuição mais útil de um Estado que diminui a intervenção econômica direta, passando a adotar uma função de organizador das relações sociais e econômicas⁶⁹. Neste sentido, Vital Moreira entende que regular significa alterar o comportamento dos agentes econômicos⁷⁰ – ou seja, a regulação e o ato estatal de regular estão diretamente relacionados ao intervencionismo e a atividade intervencionista do Estado com relação à economia e ao mercado de capitais de um país.

O papel primário da regulação é essencialmente negativo – por exemplo, determinar valores máximos de preços a serem praticados no mercado, especificar padrões mínimos de serviços a serem prestados, supervisionar gastos, impedir o prolongamento de atos lesivos ao mercado e à população, etc.⁷¹. Neste sentido, conforme ressaltado por Coase, *Law & Economics* estuda a economia moderna da forma como “deveria ser”, ao passo que os homens devem ser estudados como eles são, atuando conforme as limitações impostas por instituições verdadeiras⁷². Portanto, o papel principal da regulação é fazer com que o ser humano, o qual deve ser analisado exatamente como é (com todas as suas falhas e

⁶⁶ PINHEIRO, Armando Castelar. SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005. P. 254.

⁶⁷ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* P. 33.

⁶⁸ BLACK, Henry Campbell. *Op. cit.* P. 1519.

⁶⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica*. São Paulo: Malheiros, 2001. Pp. 14-15.

⁷⁰ MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997. P. 36.

⁷¹ KAHN, Alfred E. *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*. Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology, 1988. P. 18.

⁷² COASE, Ronald H. *Op. cit.* P. 231.

distinções), tenha suas ações limitadas frequentemente por entidades reais. Neste trabalho, assim como em diversos outros temas de *Law & Economics*, analisaremos a atuação humana por meio das companhias. As empresas, sujeitas ao impulso de crescer constantemente, com base num desenvolvimento relativamente restrito de consumo de massa, são um dos principais atores em cuja atuação a regulação é sempre necessária⁷³.

O Estado pode regular a economia de diversas formas: (i) por indução, por meio da criação de incentivos a determinadas atividades econômicas; (ii) por direção, estabelecendo normas cogentes; ou (iii) por intervenção por absorção (assunção do Estado dos meios de produção, em regime de monopólio), ou intervenção por participação (forma de controle do Estado de parte dos meios de produção, em regime de competição com empresas privadas).

74

Conforme acima exposto, a regulação dos seres humanos e das empresas surgiu a partir da necessidade de implantação de limitações e normas aos agentes da economia atual capitalista; portanto, a regulação envolve, ainda, um sistema de reorganização de poderes para a criação de normas (regulamentação). Para tanto, muitas vezes, os Poderes Legislativo ou Executivo puramente não conseguem atender a demanda de forma eficiente e completa – muitas vezes, lhes falta conhecimento e informações práticas a respeito de determinados assuntos. Desta forma, os sistemas jurídicos passaram a se embasar não apenas em algo estático fundado em normas primárias (legislativas e executivas), mas, também, em regulamentos criados por órgãos dotados de poder normativo, que especializassem e ampliassem a burocracia legislativa/executiva para adotar técnicas de regulação do sistema econômico – a delegação legislativa⁷⁵.

A delegação de autoridade regulatória é um dos aspectos mais importantes da regulação – os legisladores, por si mesmos, quando não possuem envergadura de regular com continuidade uma área complexa, não por incapacidade, mas por impossibilidade temporal, qualitativa e quantitativa, acabam por escolher instituições menores e mais

⁷³ CAMPBELL, David. *Why Regulate the Modern Corporation? The Failure of “Market Failure”*. In *Corporate Control and Accountability: changing structures and the dynamics of regulation*. Editado por Joseph McCahery, Sol Picciotto e Colin Scott. Oxford: Clarendon, 1993. P. 123.

⁷⁴ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Op. cit.* P. 89.

⁷⁵ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* P. 38.

específicas para atuar em referido assunto. O Poder Legislativo precisa delegar grande parte da função regulatória para as cortes ou agências administrativas, pois, isoladamente, não consegue abarcar nem um décimo dos temas do dia-a-dia dos investidores e agentes de mercado.⁷⁶

A delegação legislativa em si está ligada diretamente à formação do Estado capitalista regulador após o declínio do Estado capitalista liberal, no sentido que a regulação criada por organismos delegados seria limitada à atuação do Estado sobre a organização do sistema econômico e seus agentes (i.e., a delegação depende da constante supervisão de órgãos superiores aos delegados).

O Estado capitalista regulador é uma consequência da crise do modelo de Estado capitalista liberal, o qual, conforme cima disposto, entrou em crise por conta das tendências à concentração e centralização do capital, do crescimento do poder sindical e do crescimento do poder do próprio Estado, resultando na nova formação social capitalista⁷⁷. Neste sentido, a concentração do capital fez com que o capitalismo monopolista do Estado fosse desenvolvido, influenciando diretamente o surgimento do Estado capitalista regulador – novo modelo de organização estatal do sistema econômico capitalista que resultou da combinação entre regulação administrativa e mercado⁷⁸.

Historicamente, o desenvolvimento do Estado capitalista regulador se deu de formas diferentes entre os diferentes países: regiões com um desenvolvimento industrial (i.e., Estados Unidos, Inglaterra e França) tiveram a transição do Estado liberal para o Estado capitalista regulador de forma mais definida. Todavia, países como a Alemanha, Itália e Japão, em que Estado Absolutista era preponderante, a revolução industrial foi mais branda e lenta, não se podendo demarcar a transição do capitalismo competitivo para o Estado regulador.

Há diversas teorias econômicas a respeito da criação da regulação no mercado financeiro, assim como a respeito da instituição de órgãos reguladores em geral. No presente trabalho, o Estado regulador a ser analisado inicialmente é o norte-americano, maior

⁷⁶ POSNER, Richard A. *Op. cit.* P. 27.

⁷⁷ BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Op. cit.* P. 90.

⁷⁸ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* P. 70.

influência do Estado regulador do mercado de capitais brasileiro.

O presente capítulo está dividido da seguinte forma: (i) estudar a regulação na forma pela qual foi implementada nos EUA, (ii) passar à análise das motivações da adoção da regulação na economia de mercado com base na motivação de sua criação nos EUA, (iii) verificar as principais teorias que envolvem a regulação no estudo em Law & Economics, (iv) estudar os fenômenos alternativos à regulação, e (v) analisar as sugestões doutrinárias a respeito da implementação da regulação na economia de países em desenvolvimento.

5.1.Regulação nos EUA

5.1.1. Nascimento da Regulação

A Emenda Constitucional nº 14 dos EUA determinava que nenhum estado teria o direito de privar a vida, a liberdade ou a propriedade de qualquer pessoa sem um julgamento baseado no devido processo legal. Neste sentido, no final da década de 1860 a 1934, a Suprema Corte norte-americana era o órgão responsável por decidir os casos em que referidos princípios estavam direta ou indiretamente relacionados à regulação do mercado de capitais.

Referidas decisões, as quais infelizmente não poderão ser objeto do presente trabalho (que tornar-se-ia infundável caso referido rumo fosse tomado), tiveram como objetivo realocar fronteiras de direito de propriedade e liberdade de um grupo de indústrias específico e importante para o público em geral. Em outras palavras: a Suprema Corte determinou que as indústrias de utilidades públicas precisariam necessariamente estar sujeitas à regulação de cada estado (i.e., de alimentos, roupas, combustíveis, agências de emprego, postos de gasolina, etc.)⁷⁹. Isto quer dizer que a Suprema Corte abarcou a regulação governamental de atividades econômicas como inseparável e essencial à preservação das liberdades humanas básicas protegida pela Declaração de Direitos⁸⁰.

⁷⁹ KAHN, Alfred E. *Op. cit.* P. 3.

⁸⁰ “A Quinta Emenda Constitucional, no campo de atividade Federal, assim como a Décima Quarta Emenda, no que se refere à atuação dos estados, não proíbe a regulação governamental para o bem-estar do público. Elas limitam-se a condicionar o esforço do poder admitido, assegurando que o fim será atingido por métodos consistentes com o devido processo legal. E a garantia do devido processo legal exige apenas que a lei não seja irracional, arbitrária ou caprichosa, e que os meios escolhidos terão relação real e substancial com o objeto a

Neste ínterim, a regulação econômica começou a ganhar força para os norte-americanos no Judiciário, ganhando forma apenas no final do século XIX, por meio da criação dos primeiros órgãos reguladores estaduais. O primeiro deles foi a *Massachusetts Board of Railroad Commissioners*, datada de 1869, o qual era responsável por regular o transporte ferroviário na região de Massachusetts. Subsequentemente, referido setor foi desenvolvido e especializado por meio da primeira agência de regulação setorial federal, a *Interstate Commerce Commission*, em 1887, após o surgimento de preocupações com relação às condições de concorrência entre agentes econômicos. O foco de referida agência era, de fato, o controle de problemas de discriminação tarifária do setor rodoviário. Com a criação do *Sherman Antitrust Act*, o *Clayton Act* e o *Federal Trade Commission Act*, a partir de 1890, o foco da regulação norte-americana passou a ser o sistema de defesa da concorrência.⁸¹

Até meados da Primeira Guerra Mundial, portanto, o foco da regulação norte-americana era, especificamente, solucionar problemas concorrenciais (da área pública). Já no período entre 1920 e 1930, os monopólios privados surgiram pela primeira vez de forma mais direta no mercado, mostrando, cada vez mais, que havia a necessidade de os investidores serem protegidos contra a exploração dos novos grandes entrantes. A partir disto, a regulação surgiu com um foco na competitividade: a regulação direta surgiu com o foco de salvaguardar os interesses dos consumidores e investidores.

Os esforços regulatórios, em uma iniciativa contra os monopólios, mostraram-se agrestes em 1929 – a quebra da Bolsa foi um dos maiores e mais impactantes exemplos da necessidade pela regulação direta nos EUA. Em meados da década de 30, a Suprema Corte decidiu que não haveria mais necessidade de regulação das áreas específicas do mercado –

ser alcançado – *Nebbia v. New York*; ‘É somente a partir do momento em que algum direito ou privilégio, conferido pelo governo ou município sobre o proprietário, que possa ser utilizado em conexão com sua propriedade, é mais valioso para ele, ou se ele, portanto, goza de uma vantagem sobre os outros, que a compensação a ser recebida por ele torna-se uma legítima questão de regulação. A submissão à regulação da compensação em tais casos é uma condição implícita da concessão, e o Estado... somente determina as condições em que sua concessão deve ser desfrutada’ – *Munn v. Illinois*; ‘O mercado de seguros é tão afetado pelo interesse público a ponto de se justificar a regulação legislativa de suas taxas?... Mostramos que o mercado de seguros tem características muito definidas, com um alcance de influência e consequência além e diferente do do mercado comum.’” (Tradução livre) – *German Alliance v. Kansas*, *Ibidem*. Pp. 4-6.

⁸¹ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* Pp. 77 e 79.

ou seja, a regulação não seria mais apenas focada em utilidade pública, devendo os órgãos governamentais serem autorizados a regular todas as áreas do mercado⁸².

A partir de 1933, no Governo Roosevelt, por meio do *New Deal's National Industrial Recovery Act*, foram criadas diversas agências para sanar os problemas econômicos sofridos no mercado financeiro e de capitais dos EUA. Criou-se a *Securities and Exchange Commission*, a *Federal Communications Commission*, a *National Labor Relations Board* e a *Civil Aeronautics Authority*⁸³, as quais assumiram o cargo de algumas agências mais antigas e ultrapassadas, às quais novos poderes foram implementados para atuação mais direta e eficiente no mercado.

Portanto, após as celeumas deixadas pela Primeira Guerra Mundial e pela Crise da Bolsa, a intervenção governamental alterou o seu foco da concorrência no mercado para uma forte e direta influência no desenvolvimento econômico do país, com base nos monopólios e assimetrias informacionais desenvolvidos ao longo das décadas anteriores⁸⁴.

Na década de 40, a regulação norte-americana passou a englobar, ainda, outro aspecto da economia: a maior participação dos indivíduos na formação de políticas públicas – não como uma crítica ao Estado regulador, mas como um ideal de democracia na economia a ser perseguido. Desta forma, criou-se o ideal participativo: as pessoas poderiam participar e serem ouvidas nos procedimentos internos das agências reguladoras, garantindo-se, ainda, a revisão judicial de ações regulatórias⁸⁵.

Criou-se uma confiança nas ações tomadas pelos agentes reguladores, os quais teriam (ideal e teoricamente, pois ainda não havia grande desenvolvimento de agências reguladoras) grande “expertise” a respeito de um tema específico – neste sentido, as ilusões comportamentais começaram a surgir nos EUA (por exemplo, de que a regulação resolve

⁸² Vide *Nebbia v. New York*, 1934.

⁸³ MCCRAW, Thomas K. *Prophets of regulation*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press. 1984. P. 152. In MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* P. 83.

⁸⁴ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* Pp. 79 e 80.

⁸⁵ Vide modelo individualista de mercado, que reforça a presença do Judiciário para a defesa de interesses não representados pelas agências. In MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* Pp. 88 e 90-98.

problemas).⁸⁶

Aqui, vale ressaltar que, um dos aspectos mais importantes da regulação é a confiança do público: o reforço jurídico que os organismos reguladores e suas regras fazem aumenta a confiança das pessoas em geral no mercado. Na medida em que a ausência de intervenção do governo era tida como indiferença, a intervenção de agências reguladoras (por menor que seja) cria a esperança de que o sistema econômico-financeiro irá melhorar.⁸⁷

Portanto, com o advento das regulações no sistema econômico norte-americano, o instinto de competitividade voltou a ser instalado, assim como a confiança dos participantes do mercado; com um setor público cada vez maior e mais forte, a alocação de recursos passou a ser realizada por decisões políticas e não mais no mercado autônomo, fazendo com que as importantíssimas utilidades públicas voltassem ao foco, com uma administração e organização privados e, porém, sempre sujeitos à regulação direta governamental⁸⁸.

A regulação governamental das agências reguladoras seria centralizada nos Poderes Executivo e Legislativo norte-americanos, as quais são existentes até hoje, porém, em formatos diversos, cujo objetivo é controlar a atuação das agências por meio da participação de atores diretamente afetados por elas⁸⁹.

A regulação societária norte-americana surgiu, também, a partir da década de 1930, como uma forma de se restaurar a confiança do público no mercado. No momento inicial, a legislação possuía base na proteção de investidores menores contra os abusos de *insiders*, em vista da crise que os EUA passaram em referida época⁹⁰.

⁸⁶ CHOI, Stephen J. *Channeling Competition in the Global Securities Market*. UC Berkley Public Law and Legal Theory Research Paper Series. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=371700, 2003. P. 7.

⁸⁷ ZINGALES, Luigi. *The Future of Securities Regulation*. University of Chicago. 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1319648>. P. 8.

⁸⁸ KAHN, Alfred E. *Op. cit.* P. 2.

⁸⁹ Vide modelo estatizante de mercado. In MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* Pp. 90-98.

⁹⁰ “The backbone of U.S. security law was introduced in the 1930s to restore the public’s trust in securities market, which had been undermined by the excesses of the 1920s and the crash of 1929 and the early 1930s. The intellectual foundation of this legislation, inspired by the work of Louis Brandeis and written mostly by James Landis, was the protection of small investors against the abuses perpetrated by knowledgeable insiders in the issuance and the trading of securities.” In ZINGALES, Luigi. *Op. cit.* P. 2.

No aspecto do Direito Comercial, até hoje, reina o sistema em que os administradores possuem maior força no mercado, enquanto os acionistas proprietários das empresas possuem menor foco⁹¹. Todavia, a trajetória societária nos EUA iniciou-se diferentemente: inicialmente, o sistema bancário dos EUA era baseado em um público que evitava concentrações privadas de poder econômico – como, por exemplo, por meio de instituições financeiras. O “lobo” temido pelo comerciante norte-americano era, justamente, a concentração de poder privado – desta forma, o veto da reorganização da política financeira, demonstrou justamente o temor pela ameaça das instituições financeiras e seu poder no mercado financeiro⁹².

O “medo” dos norte-americanos com relação a instituições financeiras, advindo do receio do grande poder das instituições financeiras naquele país, influenciou a independência entre a estrutura bancária e financeira do governo central. Ou seja: houve uma separação entre o poder das instituições financeiras norte-americanas e o governo de referido país, de forma que houvesse um maior controle da atuação das primeiras pelo último. Adicionalmente, ao mesmo tempo, o poder de referidas instituições aumentou ainda mais com referida separação: ao mesmo tempo que mecanismos de controle tenham surgido dentro do mercado, foram surgindo diversos outros “braços” de poder financeiro das instituições no país, mediante a implementação de um mercado de valores mobiliários mais forte.⁹³

“Descrevi como a governança corporativa norte-americana surgiu a partir de intermediários fracos e politicamente induzidos, o que levou a administradores fortes, mercados de valores soberbos e diretores profissionalizados. Embora o resultado norte-americano possa às vezes ser visto como o único caminho eficiente imaginável, ele deve ser visto como uma adaptação ao ambiente norte-americano, que

⁹¹ ROE, Mark J. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press, 1994. Pp. 3-5.

⁹² Em 1932, Andrew Jackson, então presidente dos EUA, vetou a reorganização e remapeamento propostos pelos bancos. Cf. WILENTZ, Sean. *The Rise of American Democracy: Jefferson to Lincoln Paperback*. 2005 by W. W. Norton & Company. P. 35.

⁹³ Diferentemente, na Alemanha e no Japão, a população passava por um governo mais centralizado e feudal, sendo que estava confortável com instituições mais centralizadas. Desta forma, o caminho trilhado por estes países, apesar de diferente do dos EUA, criou instituições financeiras fortes, e eficientes. Isto quer dizer que, independentemente da trajetória escolhida, não há uma relação direta com eficiência – os dois modelos funcionaram igualmente bem. ROE, Mark J. *Chaos and Evolution in Law and Economics*. 109 Harvard Law Review 641, 1996. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=10018>. Pp. 644, 645 e 647.

desautorizou fortes intermediários financeiros. (...) O sistema norte-americano não podia ser visto como o inevitável fim da evolução corporativa, mas sim como um de, pelo menos, dois possíveis resultados, cada um razoavelmente satisfatório.”⁹⁴
(tradução livre)

A regulação, nos EUA, teve surgimento influenciado por cenários de profunda crise econômico-financeira, a qual desenvolveu um foco na competitividade do mercado (de forma a evitar uma situação predatória de mercado). Neste sentido, os órgãos reguladores possuem administração e organização privados, sujeitos à regulação direta governamental – esse panorama é resultante de diversos fatores únicos que, combinados, formam a economia e o mercado de capitais norte-americano.

5.1.2. Cenário de Crises

Apesar do aporte regulatório criado nos EUA após a crise da Bolsa em 1929, o mercado financeiro não se viu livre de crises. Na virada do século, os escândalos contábeis tanto da Enron quanto da WorldCom (um dos maiores pedidos de falência na história) mostraram que havia necessidade de uma nova reforma regulatória, desta vez, focada na responsabilidade de auditores, administradores e contadores (o caso do indiciamento, com a posterior condenação e o eventual desaparecimento da Arthur Andersen LLP é um dos exemplos mais marcantes) de empresas. Todavia, mesmo com um cenário regulatório mais completo neste sentido, Stephen Choi questiona: como se pode advogar e escolher proteção regulatória quando administradores abusam das escolhas limitadas disponíveis a eles?⁹⁵

Como tentativa de resolução do problema, o Congresso promulgou a *Sarbanes-Oxley Act* (“SOX”) em 2002 que, entre outros, implementou diversas medidas em favor do melhor controle contábil das empresas norte-americanas, adotando um regime extensivo regulatório para contadores e emissores públicos e geral⁹⁶. Neste sentido, Roberta Romano entende que a SOX, além de demonstrar uma nova forma de atuação do governo federal, ainda indica uma relação direta entre o governo federal e a legislação estadual societária, a qual se absteve

⁹⁴ *Ibidem*. P. 653.

⁹⁵ CHOI, Stephen J. *Op. cit.* 2003. P. 1.

⁹⁶ ROMANO, Roberta. *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?* Working Papers New York University School of Law, 2005. P. 4.

de criar novas regulações no mesmo sentido, mantendo os princípios implementados pela legislação federal.

Regular em ambientes de crise nem sempre leva a um processo de tomada de decisão de alta qualidade⁹⁷; neste sentido, a ausência de competição regulatória neste caso (aceitação da legislação federal pelos estados nos EUA) demonstra uma grande desvantagem ao mercado financeiro norte-americano. Primeiramente, quando há competição regulatória, os incentivos de emissores e reguladores são melhor alinhados de acordo com as preferências de cada mercado local; adicionalmente, os investidores também são favorecidos, em vista do maior foco dado pelos emissores para direcionar o regime de uma forma mais confortável a investidores. Estes, no caso, ao investirem nas companhias, reduzem o custo de capital das mesmas para referidos emissores – portanto, é um caso de *win-win*.

Em segundo lugar, outro aspecto positivo da competição regulatória é a facilidade de experimentos que levem a inovações de políticas: por exemplo, no caso dos EUA, o fluxo de empresas entre as mais diversas jurisdições estaduais faria com que os reguladores estivessem sempre recebendo incentivos para modificar seus regimes de forma favorável à atração e retenção de mais empresas dentro de suas jurisdições⁹⁸.

Além da crise financeira no início do século, nos EUA, também se sofreu com a crise do *subprime* de 2008. A crise de 2008 teve como influência mais evidente a alta da especulação dos *subprime* hipotecários no país, que envolviam a venda de títulos podres (de alto risco) referentes a imóveis residenciais financiados com empréstimos bancários a indivíduos que não possuíam reputação de “bons pagadores”, por não conseguirem cumprir com a sua dívida⁹⁹. Referida influência teve como origem óbvia a ausência de uma regulação mais rígida e simples dentro de referido mercado – anteriormente realizada pelos bancos, sem qualquer tipo de freios. A ausência de regulação dentro do mercado de *subprime* nos

⁹⁷ ROMANO, Roberta. *Regulating in the Dark*. Yale Law School, NBER e ECGI March 31, 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1974148>. P. 31.

⁹⁸ Para mais informações a respeito de competição regulatória, vide ROMANO, Roberta. *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?* Working Papers New York University School of Law, 2005. Pp. 9 e 10.

⁹⁹ CARVALHO, David Ferreira. *A Crise Financeira dos EUA e suas Prováveis Repercussões na Economia Global e na América Latina: uma Abordagem pós-Minskyana*. UFRGS: III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. P. 1. RAZIN, Assaf; ROSEFELDE, Steven. *Global Financial Crisis 2008 and Beyond: A Rude Awakening*. Israel Economic Review Vol. 8, No. 2 (2010). P.21.

EUA foi devida às medidas desregulamentadoras adotadas pelo Congresso dos EUA no final da década de 90, as quais elegeram algumas categorias de derivativos empresas mãe de bancos de investimento aquém de regulação efetiva¹⁰⁰.

Neste caso, estudado por Luigi Zingales, haveria necessidade de intervenção governamental em algumas áreas específicas para sanar os danos causados pela crise, incluindo, mas não se limitando ao seguinte¹⁰¹:

- i. realização de uma reforma de governança corporativa, por meio da qual os investidores institucionais seriam encorajados a nomear seus próprios diretores para a administração das companhias, cujo objetivo seria, naturalmente, a luta por uma boa reputação por meio de atuação no interesse dos acionistas;
- ii. proteção de indivíduos não sofisticados, ou seja, que não possuem “expertise” e experiência para atuação direta no mercado, com relação a seus investimentos;
- iii. redução do *gap* regulatório entre mercados públicos e privados, fazendo com que os investimentos e a atuação de emissores no mercado público seja tão segura e confiável quanto no mercado privado; e
- iv. mais enfoque no *disclosure* de informações a respeito do mercado e dos tipos de valores circulados.

Contudo, de acordo com Romano, tanto a regulação instituída pela SOX quanto a Dodd-Frank (criada após a crise de 2008 como forma de remediar a ausência de regulação) não foram bem-sucedidas, pois o problema regulatório central não estaria e nem seria resolvido apenas pelos reguladores. De acordo com a autora, por mais bem informadas que sejam as agências reguladoras, suas regulações seriam tendenciosas a erros e falhas, produzindo regras voltadas para o passado e não focadas do problema do presente para o melhor futuro, pois não considerariam diversos fatores naturais ao próprio ambiente dinâmico do mercado (emissores, investidores, instituições financeiras, interesses próprios

¹⁰⁰ COFFEE, John C., Jr. BERLE, Adolf A. *Enhancing Investor Protection and The Regulation of Securities Markets*. Working Paper No. 348. Congressional Testimony of John C. Coffee, Jr. March 10, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1372194>. P. 5.

¹⁰¹ ZINGALES, Luigi. *Op. cit.* Pp. 3 a 11.

para maximização de lucros, etc.), de suma importância para evitar eventuais crises¹⁰².

Neste sentido, Romano entende que se deve conhecer a natureza humana como ela é, considerando todas as suas falhas – o erro dos legisladores norte-americanos estaria na tendência a resolver uma crise de forma instantânea e imediatista (o eterno problema dos políticos) por meio de mecanismos regulatórios. Ao invés de aguardar a reação do mercado ou um consenso de entendimento a respeito da crise ocorrida, para que uma melhor e mais prática solução seja formulada (no longo prazo), o legislador prefere retrabalhar em cima de uma legislação, por mais retrógrada ou deficiente que a mesma seja para o problema de agora¹⁰³.

Apesar de ser um país com diversos tipos de regulação implementada pelo governo estadual e federal, os EUA produziram diversos tipos de regras e normas de conduta aos agentes e participantes do mercado de capitais. Apesar de não serem, muitas vezes, eficientes, esta regulação é utilizada como receita básica em diversos outros países do mundo – como o Brasil, conforme veremos nos capítulos a seguir.

5.2. Razões de Implantação da Regulação

Pode-se analisar a regulação tanto do ponto de vista da teoria política (liberalismo e democracia), quanto do setor de economia política (teoria de incentivos e ação de grupos de interesse). No que se refere à teoria política, a regulação existe por conta de o Estado ser um “mal necessário”¹⁰⁴, um Estado mínimo que teria o importante papel de remediar os pecados (dentro da perspectiva do pensamento cristão propriamente dito)¹⁰⁵. Já no plano da economia política, pressupõe-se que os agentes, na eterna busca pela maximização de seu bem-estar individual, agem em detrimento do bem-estar social ou do interesse público fora do Estado¹⁰⁶.

¹⁰² ROMANO, Roberta. *Regulating in the Dark*. Yale Law School, NBER e ECGI March 31, 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1974148>. P. 2.

¹⁰³ *Ibidem*. P. 3.

¹⁰⁴ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* Pp. 53 e 54.

¹⁰⁵ BOBBIO, Norberto. *Estado, governo, sociedade: para uma teoria geral da política*. 16ª Edição. São Paulo: Paz e Terra, 2010. Pp. 128 e 129.

¹⁰⁶ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* P. 58.

O processo político é entendido como um processo de luta entre grupos de interesse por recursos escassos – o eleitor (principal) elege o político (agente), o qual é responsável pela definição de políticas públicas em nome do eleitor. Todavia, a tomada de decisões envolvida na definição de políticas públicas envolve riscos dificilmente identificáveis, que nunca são “preto no branco” – exige uma constante avaliação subjetiva por parte do regulador, o qual sempre sujeita o processo a diversos tipos de erros e confusões de entendimentos¹⁰⁷.

Neste sentido, deve-se frisar que a intervenção legal (por meio de processo legislativo, regulação, etc.) inerentemente carrega riscos naturais. Primeiramente, é difícil antecipar como a regulação irá afetar o mercado – as regulações tomam vida própria quando aplicadas, ou seja, investidores que acreditam estarem protegidos podem, de repente, escolher tomar mais riscos e menos precauções; em segundo lugar, a intervenção legal justamente pode deslocar as proteções de investidores do mercado. Como resultado, proteções para referidos investidores passam a ser auto justificáveis e podem dificultar a renúncia ou o afastamento do regulador (principalmente quando a regulação traz mais prestígio e verbas para a agência reguladora).¹⁰⁸

Robert Baldwin, Martin Cave e Martin Lodge ainda entendem que há cinco critérios a serem analisados quando se estuda a implementação da regulação: (i) suporte de autoridade legislativa (a autorização da regulação por órgão parlamentar reforça a credibilidade e a crença no regulador); (ii) esquema de responsabilização (atribuir responsabilidade ao regulador por suas ações perante o público e as demais instituições democráticas); (iii) procedimentos justos, acessíveis e abertos (o devido processo legal, por meio do qual atribui-se tratamento justo, igual e consistente aos reguladores, assim como a autorização de participação do público dão maior influência à regulação,); (iv) atuação do regulador, o qual deve possuir “expertise” suficiente (pré-requisito da regulação); e (v) eficiência do regime ou da ação adotados pela agência reguladora¹⁰⁹. Os critérios acima mencionados envolvem diversas dificuldades, mas constituem marcos de regimes regulatórios – neste sentido, é

¹⁰⁷ LOYOLA, Gustavo. *O Futuro da Regulação Financeira*. In Garcia, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (org.). *Risco e Regulação*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. P. 67.

¹⁰⁸ CHOI, Stephen J. *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*. Berkeley Business Law Journal, Vol. 1, No. 1, 2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=528164>. Pp. 24 e 25.

¹⁰⁹ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*. 2ª Edição. New York: Oxford University, 2012. Pp. 27 a 32.

importante verificar que a análise de um sistema regulador não verifica apenas a moralidade ou legalidade da ação reguladora.

Nota-se que a regulação é geralmente reforçada com mais frequência em casos de crises econômicas, por ser mais útil e urgente ao mercado (em fase de crescimento econômico, parte-se do pré-requisito de que não há necessidade de se regular algo que está indo bem)¹¹⁰. Todavia, em um cenário de crise, o regulador não atuará, necessariamente, conforme o público deseja – ele não fará as escolhas que maximizem o interesse do público, mas representará seus interesses de forma a minimizar os problemas do mercado¹¹¹.

Em qualquer tipo de cenário, a adoção de medidas reguladoras deve ser levada a sério – por envolver custos, a regulação não pode ser uma solução adotada “pois há necessidade de regular”, mas deve ser uma estratégia que possibilite uma melhora de cenário econômico-político-financeiro. Conforme acima mencionado, é necessário analisar-se a origem do problema (o cenário problemático é resultado de uma regulação preexistente? Em caso positivo, talvez a regulação em si possa ser o problema) – ou seja, a criação de uma nova regulação para eliminar ou parafrasear a antiga é um erro e pode fazer com que o mercado de capitais fique ultrapassado.¹¹²

Para criação de uma regulação eficiente, os dois objetivos mais frequentemente almeçados envolvem a estabilização do desenvolvimento econômico e a correção de falhas de mercado. A correção de falhas de mercado é associada à ideia de que as leis econômicas de funcionamento mercadológico devem ser vistas como o padrão de organização da economia, devendo qualquer tipo de intervenção estatal sobre o funcionamento do sistema econômico ser vista como forma de correção de desvios de referido padrão. A existência da regulação indica, em si, uma falha de mercado, pois significa que o mercado real (em que não há equilíbrio de fatores para alocação de todos os recursos entre os indivíduos) não controlado irá, por alguma razão, falhar em produzir determinados comportamentos de

¹¹⁰ ZINGALES, Luigi. *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*. Law Working Paper N°. 21/2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=536682>. P. 36.

¹¹¹ “(...) dentro do princípio do individualismo metodológico de que os homens são egoístas por natureza e buscam maximizar seus interesses pessoais, os políticos em geral não são benevolentes e em geral tendem a maximizar seus interesses pessoais.” In MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* Pp. 59 e 60.

¹¹² ZINGALES, Luigi. *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*. Law Working Paper n° 21/2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=536682>. P. 37.

acordo com o interesse público¹¹³.

Em vista do visto acima, a ação regulatória do Estado envolveria técnicas de: (i) controle de poder monopolista no mercado, mesmo que um monopólio natural seja detido pela empresa estatal; (ii) controle de informações inadequadas distribuídas no mercado e correção de problemas de *moral hazard*; (iii) correção de externalidades negativas; (iv) eliminação de competição “excessiva”; e (v) solução de problemas distributivos, controle de lucros inesperados e planejamento econômico, de forma a evitar a maximização de riquezas pelos agentes reguladores e pelo público¹¹⁴.

O papel da regulação é importante, mas, ainda, limitado. Neste sentido, ao constatar-se um problema a ser resolvido, a regulação pode ser aplicada na medida em que puder resolvê-lo ou amenizar seus efeitos com relação ao mercado. Em vista de sua aplicação prática, a regulação deve ser analisada com base em dados reais – a aplicação de modelos “ideais” envolve desperdício de custos, pois o mercado financeiro apresenta problemas reais.

115

5.2.1. Monopólios

O primeiro exemplo de falha de mercado é o monopólio, o qual consiste no controle de determinada área do mercado por um só produtor. As razões para a instalação de um monopólio variam: (i) o produtor passa a ser o único vendedor de serviços e/ou produtos no mercado, (ii) o produto oferecido ao mercado é único (não há substitutos parecidos de forma suficiente?), ou (iii) há barreiras substanciais de entrada e saída de determinado mercado¹¹⁶. Diz-se que o monopólio é uma falha de mercado, pois a sua existência comprova a deficiência principalmente de competição, tendo como consequência a maximização de lucros do único produtor. Como consequência do monopólio, a produção oferecida ao mercado não é, necessariamente, da melhor qualidade, tendo-se em vista que há um único fornecedor, o qual escolhe qual produto e quando fornecerá aos consumidores. Ainda, no monopólio, existe a possibilidade de os produtos serem oferecidos a um preço superior ao

¹¹³ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 15.

¹¹⁴ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. cit.* Pp. 42, 44-50.

¹¹⁵ ZINGALES, Luigi. *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*. Law Working Paper N°. 21/2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=536682>. P. 30.

¹¹⁶ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 16.

seu custo marginal.

Quando um setor da economia é monopolizado, os preços oferecidos passam a ficar acima do nível competitivo e a qualidade dos produtos é questionável: a consequência, logicamente, é a perda da confiança da maioria dos consumidores.¹¹⁷ A regulação, neste caso, tem o papel de contornar os altos custos sofridos pelo mercado em vista do monopólio, por meio do controle da competição e dos preços.

Ainda, dentro do gênero monopólio, temos o monopólio natural, que, em algumas ocasiões, é uma situação benéfica para a população: a competição mercadológica pode não ser necessária em determinados casos (por exemplo, algumas utilidades públicas), sendo que o mercado relevante pode ser realizado ao menor custo por uma única empresa. Ainda, muitas vezes, os altos custos fixos cobrados em determinado mercado, ou, até mesmo, a competição inadequada, é responsável pela criação de monopólios naturais, pois a única saída para os consumidores perante uma grande quantidade de produtores que cobram alto e competem excessivamente entre si é a união dos produtores, os quais transformar-se-ão num único produto, o qual deterá um monopólio natural regulado.¹¹⁸

Em contrapartida a diversas empresas de eletricidade em uma cidade, é mais eficiente outorgar um monopólio a uma empresa, sujeita à regulação de preços e acesso à rede; neste caso, o incentivo à competitividade e a influência de legislações antitruste não são a melhor resposta, mas, sim, a regulação em si. A intervenção estatal, neste exemplo, é fundamentada pela necessidade de defesa do interesse público em vista do risco de abuso de diversos competidores¹¹⁹.

Portanto, a tarefa de muitos governos, no caso do monopólio natural, é identificar as partes de um processo que precisam ser reguladas de perto (um produtor que não possui

¹¹⁷ POSNER, Richard A. *The Social Costs of Monopoly and Regulation*. NBER Working Paper Series. Working Paper nº 55. Pp. 1 e 2.

¹¹⁸ KAHN, Alfred E. *Op. cit.* P. 12.

¹¹⁹ Conforme Bustamante, “la principal característica de todo este período, há sido la fuerte influencia ‘normativa’ sobre el proceso regulador, ya que no ha existido un análisis técnico acerca de la eficacia ni de los costos de las regulaciones. Por el contrario, de la lectura de casi todas las normas dictadas a dichos efectos, surge la convicción de que el Estado es una institución idónea para corregir con eficacia y sin costos las llamadas ‘fallas’ o fracasos del mercado”. In BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. *Desregulación: entre el Derecho y la Economía*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1993. Pp. 37 e 38.

produtos de boa qualidade, por exemplo) e as partes que precisam da influência de forças competitivas (o mercado que precisa de mais produtores com produtos de melhor qualidade, de forma a oferecer opções aos consumidores)¹²⁰.

De acordo com Posner, grande parte dos custos econômicos dos monopólios são provavelmente originados no setor regulado da economia. As empresas conseguem manter preços supercompetitivos com maior facilidade em um mercado em que há uma agência reguladora limitando a entrada no mercado e os preços do que no setor privado, onde o conluio expresso é proibido¹²¹.

A justificativa para a intervenção estatal em casos de monopólio surge a partir de uma suposta inabilidade do mercado em lidar com problemas estruturais específicos. Sem a regulação, os monopólios naturais discriminam o preço, ou seja, liberam a cobrança de preços diferentes de clientes pelo mesmo produto. Pensando no lado teórico, para a maioria dos produtores, a discriminação de preços não é sensata, pois o cliente que receber o produto pelo menor preço pode revendê-lo no mercado a outro cliente. Todavia, do lado prático, a manobra não é fácil de ser realizada com serviços de telefonia, fornecimento de luz, gás, etc.; portanto, para evitar situações ineficientes e desequilibradas para os consumidores, os monopólios naturais precisam de constante vigilância e revisão de preços.¹²²

Adicionalmente, como no mercado de monopólio natural o cliente não possui alternativa, que não lidar com a única empresa fornecedora de luz ou água, não há alternativa para o cliente caso referida empresa passe a apresentar um atendimento ineficiente. Ou seja: o papel da regulação é fazer com que a empresa que detém o monopólio aja de forma eficiente e equânime (nossa experiência diária no Brasil demonstra que a regulação de referidos mercados não é feita da melhor forma)¹²³.

¹²⁰ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* Pp. 16 e 17.

¹²¹ POSNER, Richard A. *Op. cit.* P. 14.

¹²² BREYER, Stephen G. *Regulation and its Reform*. Cambridge, Mass.: Harvard University, 1982. P. 17.

¹²³ A importância de manter uma boa reputação no mercado, para assegurar a quantidade de vendas e ganhar mais clientes, depende do produto particular, do vendedor específico e outras circunstâncias eternas ao produtor, como a prevenção governamental de assimetrias de informações (por meio de remédios judiciais e pressões competitivas). Todavia, apenas o medo das medidas judiciais e do mercado competitivo não é adequado para dar maior segurança ao consumidor – neste caso, a regulação também é um dos fatores que auxilia os “bons” produtores a manterem sua reputação no mercado. *Ibidem*. Pp. 20-27.

5.2.2. Externalidades Negativas

As externalidades são efeitos colaterais da produção de bens e serviços na sociedade, os quais acabam por atingir tanto os envolvidos na operação, quanto terceiros alheios à mesma.

As externalidades podem ser positivas quando, por exemplo, a rua em frente a determinado restaurante é limpa pelo seu dono, pois, apesar de o proprietário do local ter em mente os benefícios de seu negócio, as despesas arcadas com a limpeza de referida rua pelo Estado são sanadas.

Por outro lado, uma externalidade pode ser, ainda, negativa, pois envolve, necessariamente, efeitos negativos com relação a terceiros (jogar dejetos fora da lata de lixo cria custos a todos os membros da sociedade, os quais devem pagar para que alguém retire o lixo jogado). As externalidades negativas “são aqueles custos que, de alguma forma, oneram a operação, mesmo quando não representados por dispêndios financeiros feitos pelos agentes, mas decorrentes do conjunto de medidas tomadas para realizar uma transação”¹²⁴.

Muitas vezes, os efeitos colaterais de determinado negócio envolvem o oferecimento de um preço que não reflete o real custo de produção dos bens ou serviços na sociedade; portanto, o papel da regulação, no caso, é eliminar desperdícios e proteger a sociedade e terceiros mediante a internalização de custos de *spillover*¹²⁵.

Neste sentido, “a tendência à instabilidade do setor financeiro é reconhecida há tempos por economistas de diversas correntes. Tal tendência, associada às externalidades produzidas por este setor, justifica, em maior ou menor medida a intervenção governamental”¹²⁶.

¹²⁴ SZTAJN, Rachel. *Externalidades e custos de transação: a redistribuição de direitos no Novo Código Civil*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 133, 2004. P. 7 a 31.

¹²⁵ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 18.

¹²⁶ MORANDI, André; FIRMO, Marcio Gold. *Regulação: Errada, Incompleta ou não Aplicada?* In Garcia, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (org.). *Risco e Regulação*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. P. 30.

5.2.3. Assimetria Informacional

Os problemas de informação assimétrica, outra falha mercadológica, são frequentes em relações contratuais entre agentes econômicos que resultem em alocações ineficientes dos recursos. Entre as categorias de modelos de informação assimétrica, encontramos (i) as ações encobertas (*hidden actions*), também conhecidas como problemas de *moral hazard*, e (ii) os de informações encobertas (*hidden information* ou *hidden knowledge*) ou de seleção adversa. De maneira geral, a diferença entre estes dois tipos é que, no primeiro, as duas partes iniciam o jogo e predeterminam as suas regras por meio de informações já detidas pelas mesmas (simétricas), surgindo a assimetria de informação apenas posteriormente, enquanto que, no caso de seleção adversa, há uma assimetria informacional que antecede a realização do acordo. Este cenário influencia a ocorrência de diversos comportamentos desfavoráveis ao mercado e à competição, como as confusões causadas pela assimetria informacional e os *free-riders*.

Neste sentido, a regulação entra como uma peça importante para evitar consequências graves de assimetria de informação, pois evita os *free-riders* (por meio da imposição de tributos para participar de determinados segmentos do mercado), e a regulação e a vigilância frequente do mercado podem influenciar o comportamento dos agentes.¹²⁷

O exemplo dos carros usados, dos seguros saúde e, até mesmo, da contratação de minorias em empresas, demonstram a essência do problema da assimetria informacional: o desconhecimento de um comprador de um carro para diferenciar *peaches* de *lemons* faz com que muitos compradores sejam sabotados e paguem a mais por algo cujo valor é menor.¹²⁸

¹²⁷ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 21.

¹²⁸ “The example of used cars captures the essence of the problem. From time to time one hears either mention of or surprise at the large price difference between new cars and those which have just left the showroom. The usual lunch table justification for this phenomenon is the pure joy of owning a ‘new’ car. We offer a different explanation. Suppose (for the sake of clarity rather than reality) that there are just four kinds of cars. There are new cars and used cars. There are good cars and bad cars (which in America are known as ‘lemons’). A new car may be a good car or a lemon, and of course the same is true of used cars.”. AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, 1970. P. 489.

5.2.4. Competição Predatória

Conforme acima constatado, os mercados competitivos apenas funcionam apropriadamente se os consumidores forem suficientemente informados, de forma a melhor analisarem os produtos que competem em determinada categoria¹²⁹. Portanto, outra falha de mercado que merece especial atenção dos agentes reguladores é a competição predatória.

A prática de preços predatórios envolve o excesso de competitividade, de forma não saudável. Por exemplo: um fornecedor diminui os preços de um produto no mercado abaixo de seus custos de produção, de forma a conquistar mais consumidores; subseqüentemente, o fornecedor poderá usar sua posição dominante para recuperar os custos e aumentar os seus lucros às custas dos consumidores. Neste caso, a regulação possui o importante papel de sustentar a competição e proteger os consumidores de mercados dominados por fornecedores com comportamento predatório ou anticompetitivo¹³⁰.

Na mesma linha de pensamento, a *ruinous competition* é uma condição em que uma indústria competitiva inicia uma guerra de preços com os demais participantes (cujo fim é a falência), tornando os preços praticados no mercado tão imprevisíveis a ponto de destruir a confiança dos consumidores. Até 1930, nos EUA, acreditava-se que a privatização e desregulação das indústrias locais, assim como a própria ideia de competição desenfreada, seriam o cenário mais rentável economicamente, sendo a regulação desnecessária e ineficiente. Todavia, após a quebra da Bolsa, percebeu-se a existência da *ruinous competition* se devia por conta da flexibilização da regulação econômica nas indústrias mais importantes.¹³¹

Para garantir a concretização das premissas teóricas da competição perfeita no mercado, uma complexa regulação e fiscalização do mercado são indispensáveis, desempenhadas, conjuntamente, pelos órgãos públicos e pela própria entidade administradora do mercado de bolsa num movimento de interação entre regulação e

¹²⁹ HAYEK, Friedrich. A. *The Use of Knowledge in Society*. The American Economic Review. Vol. 35, No. 4, 1945, pp. 519-530.

¹³⁰ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* Pp. 20 e 21.

¹³¹ NOLL, Roger G. *Regulatory Reform and International Trade Policy*. University of Chicago Press, 2000. P. 16.

autorregulação institucionalizada.¹³²

5.3. *Papel da Regulação no caso das Falhas de Mercado*

Ao longo da história da humanidade, as instituições foram criadas pelos seres humanos para trazer ordem e reduzir incertezas nas trocas dos mercados¹³³. Isto quer dizer que o objetivo principal da regulação, no que se refere às falhas de mercado, é fazer o possível para tornar o ambiente econômico competitivo mais saudável e equânime entre os agentes e *players*.

Todavia, a competição e a própria privatização (na medida correta) podem resolver alguns dos problemas relacionados às falhas de mercado – portanto, as falhas em si não seriam suficientes para justificar a existência da regulação. Para justificar a regulação, é necessário demonstrar que a solução regulatória teria melhores resultados ou seria mais barata do que uma solução de mercado. Neste sentido, é importante ressaltar que os processos regulatórios, assim como todos os atos e fatos humanos, naturalmente, não são perfeitos e enfrentam diversos problemas.¹³⁴

A regulação tem por finalidade diminuir as imperfeições inerentes às operações das empresas, assim como restaurar as regras de boa convivência dentro do mercado de capitais. Em alguns casos, isso significa regulação legislativa extensiva, e, em casos excepcionais (como vimos acima, nos monopólios naturais), uma aceitação de que a governança mercadológica deve ser deixada de lado em favor de governança estatal (tipo de governança corporativa que reforce os efeitos quando o mercado perde o poder para tanto).¹³⁵

5.4. *Teorias*

Os economistas formularam e reformularam diversas teorias doutrinárias a respeito da regulação e do seu papel no mercado financeiro. Neste capítulo, analisaremos as teorias basilares e seus principais pontos, de forma a chegarmos a uma conclusão mais definitiva a

¹³² CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Op. cit.* P. 6.

¹³³ NORTH, Douglas C. *Institutions*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 5, No. 1, 1991. P. 97.

¹³⁴ LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter. *Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research*. 2008. P. 15.

¹³⁵ CAMPBELL, David. *Op. cit.* P. 103.

respeito da praticidade e aplicação de instrumentos reguladores.

A teoria da regulação teve início em 1971, sendo que, até o início dos anos 60, a teoria prevalecente era a análise normativa como teoria positiva – defendida por Joskow e Noll, originária de Adam Smith, resumindo-se à visão de que as falhas de mercado eram motivação para a regulação, conforme visto acima. Assim que estabelecidos, os órgãos reguladores deveriam eliminar as ineficiências do mercado resultantes das falhas. Apesar de a lista de falhas de mercado existentes não ter fim, nos anos 60, as principais eram o monopólio natural e externalidades, acima analisadas.¹³⁶

Um grande desafio à teoria social é explicar o padrão de intervenção governamental no mercado – a chamada “regulação econômica”. O termo refere-se a taxas e subsídios de todos os tipos, assim como controles legislativo e administrativo sobre taxas, entrada e outras faces da atividade econômica.

Há duas teorias principais criadas pela regulação econômica¹³⁷ – a primeira é a teoria do interesse público, a qual argumenta que a regulação é fornecida como resposta da demanda do público para a correção de práticas de mercado ineficientes ou injustas. A segunda teoria, econômica da regulação, determina que a regulação é fornecida em resposta às demandas de grupos de interesse lutando entre si para maximizar as rendas de seus membros, tendo como objetivo principal a correção das falhas de mercado.

5.4.1. Primórdios do Pensamento Econômico

Um dos principais pontos de partida para o desenvolvimento do pensamento econômico foi, justamente, a teoria de Adam Smith: a “mão invisível”, orientadora da economia de mercado, responsável por fazer com que os indivíduos, ao buscarem a maximização de seus próprios interesses, acabassem por favorecer a sociedade como um todo (mesmo sem a influência de uma entidade de interesse comum). Desta forma, a concorrência natural do mercado era um fator importante para fazer com que a oferta e a procura de produtos se equilibrasse naturalmente, influenciando modos de produção mais

¹³⁶ PELTZMAN, Sam. *The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation*. Brookings Papers on Economic Activity, 1989. P. 4.

¹³⁷ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Op. cit.* Pp. 86-87.

rápidos e, portanto, maior criatividade mercadológica.

Até hoje, os debates políticos envolvem a eficiência da economia de mercado e o relacionamento apropriado entre mercado e governo. O argumento de Smith, de que os mercados livres levariam a resultados eficientes com o tempo, sugere uma ampla confiança nos indivíduos e nos mercados sem presença governamental, ou, no mínimo, mercados com um papel limitado do governo¹³⁸.

Todavia, alguns doutrinadores, como Stiglitz, entenderam que a mão invisível era caracterizada desta forma, pois seria inexistente – ou seja, não seria possível confiar em um modelo de mercado no formato planejado por Smith, sem intervenção estatal direta nas ações dos indivíduos. O modelo de mercado perfeito, que alcançasse um ponto ótimo, seria, portanto, utópico, pois até mesmo as economias de mercado mais desenvolvidas são falhas e apresentam diversos problemas, os quais precisam de intervenção governamental para serem resolvidos.¹³⁹

Percebeu-se que a regulação realizada pelo aparato estatal de uma instituição tão importante para a economia dos países, como o mercado de capitais, não é dispensável – começou-se a estudar e analisar sistemas de regulação e formas de lidar com falhas de mercado. No final do século passado, desenvolveu-se uma grande literatura a respeito do argumento de mecanismos de auto seleção e criação de instrumentos de controle interno do Estado, permitindo a existência de sistemas de regulação mais eficientes. Passou-se, então, a entrar no mérito das teorias econômicas da regulação.¹⁴⁰

5.4.2. Teoria Clássica do Interesse Público

Inicialmente, conforme explicitado na introdução do presente subtítulo, a doutrina

¹³⁸ STIGLITZ, Joseph E. *Information and the Change in the Paradigm in Economics*. Nobel Prize Lecture, December 8, 2001. P. 472.

¹³⁹ *Ibidem*. P. 473.

¹⁴⁰ “In the 1980s, there was a strong movement towards privatizing state enterprises, even in areas in which there was a natural monopoly, in which case government ownership would be replaced with government regulation. While it was apparent that there were frequently problems with government ownership, the theories of imperfect information also made it clear that even the best designed regulatory systems would work imperfectly.” *Ibidem*. P. 517.

majoritária referente à atividade regulatória estatal era sustentada pela Teoria Clássica do Interesse Público. De acordo com referida teoria, a intervenção estatal na economia teria por finalidade assegurar o bem comum, corrigir ineficiências mercadológicas e retificar situações de desequilíbrio por meio de regulamentação distributiva¹⁴¹. Os agentes estatais seriam, portanto, responsáveis pela formulação e execução de atos regulatórios e de intervenção na vida dos indivíduos.

A Teoria de Interesse Público tem, como ideia central, o fato de que os agentes que colaboram com a instituição e o desenvolvimento da regulação o fazem para perseguir objetivos relacionados a interesses especificamente públicos. O objetivo da regulação seria alcançar resultados desejados pelo e em favor do público com relação a circunstâncias que não poderiam ser criadas, por exemplo, pelo mercado.¹⁴²

Todavia, de acordo com referida Teoria, o cenário de perfeição pela busca do bem comum é corrompido pelos grupos de interesses, que acabam por atracar-se no que se refere às matérias reguladas e aos interesses pessoais dos próprios reguladores. Isto quer dizer que, na prática, a regulação dentro da interpretação do interesse público acaba por não compreender resultados a ele relacionados – os interesses individuais e de grupos de interesses sempre estariam contrapostos e seriam usados em detrimento do interesse público.

Em vista do acima disposto, diversos estudiosos e observadores criticaram a Teoria, argumentando que a regulação estaria fadada ao fracasso e que a desregulação seria a melhor opção¹⁴³, pois não há saída no que se refere aos contrastes de interesses.

De qualquer forma e apesar das diversas críticas sofridas ao longo dos anos, a Teoria do Interesse Público, no que tange a regulação, até hoje é defendida por alguns doutrinadores.¹⁴⁴

¹⁴¹ BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. *Op. cit.* P. 37.

¹⁴² “It [the regulation] assumes some form of objective knowledge that can establish the presence of ‘market failures’ and that can respond with the appropriate instruments. The ‘public interest’ world is a world in which bureaucracies do not protect or expand their turf, in which politicians do not seek to enhance their electoral or other career prospects, in which decision-making rules do not determine decisions, and a world in which business and other interest groups do not seek special exemptions or privileges” In BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 41.

¹⁴³ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* Pp. 42 e 43.

¹⁴⁴ Para um melhor estudo sobre o tema, vide *Regulation and Its Reform*, de Stephen Breyer, e *After the Rights Revolution: Reconceiving the Regulatory State*, de Cass R. Sustein.

5.4.3. Teoria Econômica da Regulação

A segunda teoria da regulação é relacionada aos grupos de interesses: o desenvolvimento regulador não é regido pelo interesse público, mas pelas apreensões particulares de cada indivíduo e dos grupos de interesse. Neste sentido, a teoria da captura, de Stigler, é a mais proeminente: o regulador é capturado pela indústria (grupo de interesses organizados), pois a mesma molda as regulações (as quais possuem potencial de perda e ganho para a indústria), sendo que as massas, conseqüentemente, não são favorecidas (consumidores com interesses difusos, menos organizados).

Com o trabalho de Stigler, a teoria econômica da regulação passou a ser elaborada a partir dos seguintes conceitos fundamentais: (1) toda a regulação tem um custo para o Estado, e (2) a regulação pode ser explicada pelo estudo da teoria econômica da oferta e demanda. Ainda, o autor defendia que, em um organismo regulador, nem sempre os grupos mais afetados pela regulação possuem capacidade de controlá-lo – o controle depende de quantidade de pessoas envolvidas, as quais, desde que organizadas, influenciam as pressões pelas mudanças.

Neste sentido, o Estado estaria sempre influenciado pela demanda de regulação, um bem escasso e valioso que tem o potencial de melhorar a rentabilidade dos setores favorecidos – exatamente, a definição de maximização do bem. Portanto, a conclusão de que a regulação não satisfaz, necessariamente, o interesse geral, mas, sim, os interesses de grupos setoriais específicos e mais poderosos¹⁴⁵.

O aparato estatal é um recurso ou um potencial que ameaça qualquer indústria existente na sociedade atual. De acordo com Stigler, a tarefa central da Teoria da Regulação Econômica é explicar quem receberá os benefícios e os fardos da regulação, qual forma a regulação tomará e os seus efeitos sobre a alocação de recursos. O autor defende, principalmente, que, como regra, a regulação é contraída pela indústria, alterada e operada em seu benefício (diferentemente de indústrias que são oneradas pela regulação, i.e.,

¹⁴⁵ BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. *Op. cit.* P. 44.

indústria de bebidas alcóolicas).¹⁴⁶

Nesta linha de pensamento, Stigler propõe duas visões alternativas para a regulação das indústrias de um mercado: a primeira envolve a regulação para a proteção e o benefício do público afetado ou uma parte grande de referido público; a segunda envolve um desafio à explicação racional, pois está diretamente relacionada à política: a política envolvida na regulação incluiria uma mistura de forças sujeitas a alterações constantes imprevisíveis e imponderáveis, abarcando tanto atos de virtude quanto de vulgaridade excessiva.

O autor conclui por confirmar que a teoria de maximização de lucros é a mais determinante no mercado e na regulação – para tanto, utiliza-se o exemplo de importação de quotas de petróleo. O problema da regulação não é o Estado servir qualquer pessoa em nome do interesse público; pelo contrário, o problema da regulação está no fato de que as indústrias são capazes de utilizar o poder estatal para seus fins (ou, até mesmo, quando o Estado é organizado e utilizado para fins estranhos ao interesse público)¹⁴⁷.

Neste raciocínio, o Estado detém um recurso não dividido com outros: o poder de coerção. O processo de tomada de decisões no que se refere à regulação e ao exercício do poder estatal, envolve, naturalmente, um processo político. As decisões políticas que um Estado pode tomar em prol de determinada indústria devem levar em consideração, para o cálculo da rentabilidade da regulação, a força de diversas empresas no mercado. A informação afeta a tomada de decisões em qualquer contexto – a economia política da informação demonstra que o papel da informação em processos políticos e decisões coletivas é importantíssimo¹⁴⁸.

Basicamente: a implementação de subsídios financeiros, controle de entrada de novos competidores, efeitos diretos nos substitutos e complementos e fixação de preços em favor de uma indústria específica deve levar em conta, além dos interesses de referida indústria e os resultados gerados na sociedade. A tomada de decisões precisa ser realizada

¹⁴⁶ STIGLER, George J. *The Theory of Economic Regulation*. The Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 2, No. 1, 1971. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/3003160>. P. 3.

¹⁴⁷ *Ibidem*. P. 4.

¹⁴⁸ STIGLITZ, Joseph E. *Op. cit.* P. 474.

simultaneamente por um grande número de pessoas, envolvendo diversos membros da comunidade, não apenas os preocupados e interessados na decisão. A partir disto, os partidos políticos ou máquinas políticas são criados, para a tomada de decisões de forma não frequente e global.¹⁴⁹

Adicionalmente aos interesses políticos, deve-se levar em consideração os custos de burocracia, altíssimos – por envolver interesses diversos e maximização de interesses específicos, a tomada de decisão política não pode ser realizada em toda e qualquer crise. Todos os aspectos acima mencionados, de forma simplista, são levados em consideração em uma regulação, sob a análise do lado apenas econômico da regulação, sem levar em conta a política envolvida.¹⁵⁰

Tomando-se como ponto de partida a teoria de Stigler, outros autores, como Peltzman, definem o que seria regular. Peltzman presume que os processos regulatórios colocam em jogo a transferência de riqueza; desta forma, um processo de tomada de decisão faz com que os políticos busquem maximizar os votos ou uma maioria em seu favor. Ou seja: os reguladores alocam benefícios aos grupos de consumidores e produtores, de forma que a utilidade política total seja maximizada.¹⁵¹

A dificuldade central de Peltzman com a Teoria Econômica é o fato de que os políticos procurarão sempre campos mais benéficos para si a serem regulados, e evitarão e extinguirão os participantes mais fracos do mercado. Um regulador racional não cobrará um imposto uniforme ou distribuirá benefícios de forma igual – o seu pensamento racional fará com que se almeje uma estrutura de custos e benefícios que maximize o retorno político, podendo, ao longo do processo, suprimir forças econômicas que poderiam alterar a estrutura de preços.¹⁵²

O estudo apenas da teoria econômica, na perspectiva de Stigler, pode, muitas vezes, ignorar importantes motivações e razões de agir do Estado no que se refere a uma regulação

¹⁴⁹ STIGLER, George J. *Op. cit.* Pp. 9-11.

¹⁵⁰ Para explicar a teoria, Stigler exemplifica-a com o caso dos caminhões e a regulamentação criada nos EUA referente ao peso transportado nas rodovias. *Ibidem.* Pp. 7 e 8.

¹⁵¹ PELTZMAN, Sam. *Op. cit.* Pp. 9 e 10.

¹⁵² PELTZMAN, Sam. *Op. cit.* P. 35.

específica, como ideologias, metas políticas, identificações emocionais, limites de personalidade, preconceitos e posições morais. Neste sentido, a única motivação dos agentes da indústria e do Estado, ao criarem uma regulação, não envolveria apenas a mera maximização de riqueza.¹⁵³

5.4.4. Teoria de Posner

Além das teorias-base da regulação na economia acima analisadas, acreditamos que é importante ressaltar, ainda, outras teorias econômicas importantes para a melhor compreensão do papel da regulação no dia-a-dia de um país. Uma delas, o Teorema de Posner, defendeu os ideais da Teoria Econômica da Regulação, conforme veremos a seguir.

Após a quebra da Bolsa em 1929, com o passar das décadas subsequentes, notou-se uma redução ou substancial eliminação de medidas regulatórias na história norte-americana. A desregulação começou a ganhar um enfoque maior – uma resposta das condições macroeconômicas e políticas do final da década de 70, época em que havia mais preocupação com a inflação e desilusão com a eficácia da intervenção governamental. Neste sentido, Posner questionou se a desregulação não seria uma forma de se falsificar a teoria principal de regulação¹⁵⁴.

Posner explicou o propósito da regulação na perspectiva da taxação, não relacionada aos resultados competitivos ou proteção de firmas reguladas da competição. Há duas visões sobre a utilidade pública e a regulação comum: uma delas determina que a regulação é um meio de proteger o público contra os efeitos adversos do monopólio; a outra, por sua vez, determina que regulação é realizada por grupos politicamente efetivos, assumidamente compostos por membros da indústria regulada, para seus próprios interesses e proteção (como no pensamento de Stigler).¹⁵⁵

Para Posner, o fenômeno de indústrias reguladas não é explicado simplesmente com base na competição ou no enriquecimento das firmas reguladas – estas seriam explicações

¹⁵³ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 46.

¹⁵⁴ PELTZMAN, Sam. *Op. cit.* P. 2.

¹⁵⁵ POSNER, Richard A. *Taxation by Regulation*. University of Chicago. The Bell Journal of Economics and Management Science. Vol. 2, No. 1, 1971. P. 22.

incompletas, de acordo com o autor. O fenômeno da regulação apenas pode ser explicado se modificarmos as visões existentes a respeito de economia e intervenção estatal de forma a admitir que uma das funções da regulação é realizar tarefas distributivas e alocativas geralmente associadas ao braço governamental de tributação ou financeiro.¹⁵⁶

A taxação refere-se ao uso de poderes do Estado para extrair dinheiro de seus súditos, de forma a (i) custear os serviços que os elementos politicamente dominantes desejam providenciar e que o mercado não tenha fornecido em quantidade razoável, ou (ii) transferir verbas de um grupo a outro, ou (iii) ambos. Portanto, a regulação seria, em parte, um sistema de taxação financeira.¹⁵⁷

Neste sentido, a taxação (implementação de impostos ou taxas de consumo), ao invés da imposição de mecanismos de regulação de mercado mais comuns (i.e., controle de preços, controle de entrada, etc.) é a principal sugestão do autor; todavia, referida teoria seria fraca, no sentido de que as agências reguladoras não possuem direito de intervenção na economia ao ponto de implementar uma taxa ou um imposto. Desta forma, a sugestão de Posner é no sentido de se alargar modestamente o poder de taxação das agências reguladoras, permitindo, então, a cominação de uma taxa uniforme e limitada, benéfica ao mercado (em contraposição à uma taxa criativa imposta por empresa que participe de um mercado).¹⁵⁸

A teoria da regulação por interesse público teria sido criada, a princípio, para corrigir duas assunções errôneas realizadas no passado a respeito do mercado: (i) os mercados eram, hipoteticamente, muito frágeis e aptos a operarem de forma ineficiente se deixados a sua sorte, e (ii) a regulação governamental não envolveria custos¹⁵⁹. A teoria da regulação por

¹⁵⁶ *Ibidem*. P. 23.

¹⁵⁷ O autor fornece dois exemplos para melhor explicar a tese de que a regulação é um método de taxação pública – serviços de telégrafo internacional e TV a cabo – todavia, este não é o foco do presente trabalho. Para mais informações, *Ibidem*. Pp. 28-29.

¹⁵⁸ *Ibidem*. P. 47.

¹⁵⁹ “Two assumptions seem to have typified thought about economic policy (not all of it by economists) in the period roughly from the enactment of the first Interstate Commerce Act in 1887 to the founding of the Journal of Law and Economics in 1958. One assumption was that economic markets are extremely fragile and apt to operate very inefficiently (or inequitably) if left alone, the other that government regulation is virtually costless. With these assumptions, it was very easy to argue that the principal government interventions in the economy trade union protection, public utility and common carrier regulation, public power and reclamation programs, farm subsidies, occupational licensure, the minimum wage, even tariffs—were simply responses of government to public demands for the rectification of palpable, and remediable, inefficiencies and inequities in the operation of the free market” In POSNER, Richard A. *Theories of Economic Regulation*. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 41, 1974. Pp. 1 a 4.

interesse público teria, então, comprovado que as agências eram criadas para públicos de boa-fé, e, por conta da má-administração, muitas vezes não atingiriam sua finalidade. Todavia, este entendimento da teoria do interesse público possuía diversas inconsistências, de acordo com Posner.

O autor criticou o entendimento da teoria da regulação por interesse público no sentido que referida teoria não considerou, evidentemente, as implicações da regulação socialmente não desejadas (a qual acaba por ser aprovada por grupos de maior influência econômica e/ou política quando da promulgação da lei do sistema regulatório). Ou seja: referida teoria envolveria, necessariamente, resultados desejados por grupos de maior influência, cujos interesses geralmente são diversos do bem comum.

Adicionalmente, a má-administração das agências reguladoras não seria um aspecto tão evidente, de acordo com Posner: muitas agências concentram seus recursos específica e diretamente em casos individuais (cujas consequências são sofridas por um grupo fechado de pessoas), consistindo em uma alocação de recursos eficiente dentro da agência. Desta forma, Posner argumenta que as agências não sofreriam de má-administração, mas sim da falta de capacidade de prever o futuro, sendo que os desastres registrados na história também não eram previsíveis. Portanto, não se poderia criticar as agências pela adjudicação de caso a caso pela simples má-administração.

Por fim, de acordo com Posner, não haveria teoria que comprovasse por que as agências seriam menos eficientes do que outras organizações – elas possuem os mesmos incentivos de trabalho existentes aos empregados de uma empresa.¹⁶⁰

De acordo com Posner, o sucesso da teoria da regulação econômica está no fato de que outras áreas do comportamento humano, que não a conduta econômica perante o mercado, foram iluminadas. Este processo de pensamento conduz ao melhor entendimento do comportamento humano no sistema econômico – levando à suposição de que a defesa dos interesses próprios deva ter aplicação extensa no processo político de tomada de decisões.¹⁶¹

¹⁶⁰ *Ibidem*. Pp. 4 a 7.

¹⁶¹ *Ibidem*. P. 36.

5.4.5. Teoria Institucionalista

Outra teoria que merece destaque no presente trabalho é a institucionalista. Há diversos exemplos de instituições e institutos criados ao longo da história que diminuiram os custos de transação desenvolvidos ao longo do tempo nos mercados: a moeda (a qual possibilitou a troca de riquezas entre pessoas de forma universal), as ações (as quais dão liquidez ao capital de sociedades), os mercados (que permitem intercâmbio de produtos e moeda), etc.¹⁶² O conceito de custos de transação é muito amplo e compreende tanto aspectos institucionais (regulação estatal) quanto práticos/fáticos (circunstâncias que dificultam o acordo entre diversas pessoas sobre um assunto de interesse comum) de uma economia. De qualquer forma, os seres humanos tentam sempre melhorar suas condições de vida, aumentando a produtividade de seu trabalho e reduzindo os custos – inclusive, os de transação.

A análise moderna institucional da economia influencia a compreensão do fato de que o Estado e o mercado são mecanismos imperfeitos de solução de problemas de controle social, sendo que a crença de que a intervenção pública como a forma de superar falhas de mercado foi abandonada. Apesar de o Estado ser a melhor forma de organizar a vida social e serviços coletivos (segurança, defesa, justiça), a sua intervenção no funcionamento de atividades do dia-a-dia e que operam espontaneamente é colocada em cheque (a “ilusão regulatória”).¹⁶³

Tendo-se em vista a ilusão regulatória, a Teoria Institucionalista não envolve apenas o pensamento pelo qual as instituições são criadas e desenvolvidas pelo ente público para maximização de interesses predeterminados – elas envolveriam desde a importância de regras formais na modelagem comportamental, à importância das regras políticas e das ações relacionadas à ação humana e seu contexto social. Ou seja: o institucionalismo envolve mais do que a agregação de preferências individuais pelo órgão governamental.¹⁶⁴

A teoria institucionalista defende a relação constante e reciprocidade entre os entes

¹⁶² BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. *Op. cit.* P. 41.

¹⁶³ *Ibidem.* Pp. 91 e 92.

¹⁶⁴ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 53.

governamentais e não-governamentais. Isto quer dizer que a regulação é o resultado da interação de instituições públicas e privadas no mercado regulado, as quais defendem os interesses próprios e influenciam o processo regulatório¹⁶⁵.

Quando falamos na relação de entes governamentais e não-governamentais, uma das questões centrais da literatura institucionalista é a questão da delegação de poderes de uma autoridade para agências reguladoras (ou outras formas de organização). A questão “por que delegar?” envolve três aspectos-chave que informaram a literatura institucionalista: assimetria informacional, compromisso confiável e prevenção da culpa.¹⁶⁶

No que se refere à assimetria informacional, o controle sobre agentes cujo poder lhes foi delegado é inerentemente limitado, pois nem todos os eventos são previsíveis, muitas vezes os contratos não são completos¹⁶⁷ e o monitoramento dos agentes de mercado é custoso e imperfeito. Portanto, o controle regulador é, sem sombra de dúvidas, limitado.

Com relação ao compromisso confiável, faz-se referência ao problema de consistência de tempo e das trocas humanas que envolvam possíveis alterações comportamentais no futuro. Quanto mais abertura para alterações comportamentais existir no mercado, é mais importante implantar instrumentos regulatórios de irreversibilidade ou proibição de reversão de comportamentos. Por fim, no que se refere à prevenção de culpa, o aspecto importante é a reputação zelada e mantida pelos agentes políticos – a imagem pública dos agentes reguladores a ser velada.¹⁶⁸

Ainda no tema da delegação de poderes regulatórios, outra questão debatida é relacionada ao monitoramento dos burocratas que recebem poderes regulatórios dos entes governamentais (princípios do controle político de decisões burocráticas). Uma das formas

¹⁶⁵ Neste sentido, Leigh Hancher Michael Moran criaram o conceito de *regulatory space*, espaço criado para a implementação e desenvolvimento da regulação por meio de influências de instituições públicas e privadas. Vide *Capitalism, Culture, and Economic Regulation* (1989).

¹⁶⁶ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 54.

¹⁶⁷ A completude contratual depende das regras aplicáveis a mudanças da estrutura negocial (“estado da natureza”). O tema dos contratos completos e incompletos pode ser analisada em SZTAJN, Rachel; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A incompletude do contrato de sociedade*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 131, 2003, p. 7-20; CATEB, A. B. & GALLO, J. A. *Breves considerações sobre a teoria dos contratos incompletos*. Berkley Program in Law and Economics Working Papers, 2007; FICI, Antônio. *Il contratto incompleto*. Torino: G. Giappichelli, 2005.

¹⁶⁸ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* Pp. 54 a 57.

de se controlar as ações dos agentes delegados é a coordenação de mecanismos de monitoramento, assim como o desenvolvimento de processos administrativos. As ferramentas a serem utilizadas devem possibilitar líderes políticos a assegurarem o cumprimento de regulamentos sem especificar ou, até mesmo, saber, qual o resultado da atuação de suas agências.¹⁶⁹

Há potencialmente três instrumentos de controle de agências reguladoras: (i) monitoramento de políticas – o controle pode ser realizado de forma custosa, com monitoramento constante e com possibilidade de aplicação de sanções; (ii) monitoramento na forma de “alarme de incêndio” – os políticos tocariam o alarme quando houvesse suspeita de atividades ilegais por parte da agência reguladora; e (iii) plataforma de empilhamento – por meio de procedimentos, as agências podem ser colocadas em “piloto automático”, com alguns procedimentos-chave a serem seguidos usualmente.¹⁷⁰

Além do controle de atuação, há diversos mecanismos para se punir ou recompensar agências pela sua performance – em circunstâncias mais extremas, servidores podem ser removidos se seus cargos e, ainda, julgados separadamente, impedidos ou, ainda, demitidos pelo presidente.¹⁷¹

5.5. Alternativas à regulação

5.5.1. Deregulation

Conforme vimos acima, há alguns autores que defendem a ideia da “desregulação”, ou seja, a contrarregulação ou uma teoria que envolve o mínimo de regulação estatal possível. Como o escopo do presente trabalho envolve a regulação, apenas pincelaremos o tema da *deregulation*, por tratar-se de assunto amplo cujas discussões são inúmeras.

¹⁶⁹ “(...) bureaucrats have personal preferences which conflict with members of Congress and the president. The policy choices of the latter are disciplined by the requirement that periodically they seek ratification of their performance in office by their constituents. The choices of agency officials are not subjected to electoral discipline. Consequently, in the absence of effective oversight, they are likely to reflect personal preferences, derived from some combination of private political values, personal career objectives, and, all else equal, an aversion to effort, especially effort that does not serve personal interests”. In MCCUBBINS, Matthew D.; NOLL, Roger G.; WEINGAST, Barry R. *Administrative Procedures as Instruments of Political Control*. Oxford University Press: Journal of Law, Economics & Organization. Vol. 3, No. 2, 1987. Pp. 244 a 247.

¹⁷⁰ *Ibidem*. Pp. 249-251.

¹⁷¹ *Ibidem*. Pp. 248-249.

A *deregulation* envolve a ideia de que o mercado e a intervenção pública são mecanismos alternativos de controle social imperfeitos, devendo a sua comparação funcionar como um critério de custo-benefício. A desregulação surgiu na década de 70, época em que a crise da Bolsa e a Grande Depressão caíram em esquecimento, dando início a um período de menor intervenção do Estado na economia (o que favoreceu os abusos que tiveram como desfecho as crises a partir da virada do século XXI).¹⁷²

A expansão regulatória sucedida antes da *deregulation* é justificada pela realização da comparação apenas de custos (falhas) de mercado em vista dos benefícios da regulação – algo comparado por Bustamante a um prêmio musical recebido em um concurso pelo segundo participante, sendo referido prêmio distribuído sem que os juízes tenham escutado o candidato tocar, por conta da desafinação do primeiro participante.¹⁷³

Quando a regulação é imposta como forma de proteção ao consumidor, a implementação da *deregulation* passa a ser dificultada por razões políticas – como a regulação tem um custo, deve-se analisar caso a caso a necessidade de regras, as restrições impostas ao consumidor e a efetividade real do controle estatal. A ausência de regulação faz com que o mercado desenvolva mecanismos naturais para evitar abusos de forma espontânea, eficiente e mais barata.¹⁷⁴ Todavia, a inexistência de regulação pode ser, muitas vezes, um risco e, até mesmo, um malefício a determinada população, pois envolve a confiança dos indivíduos no mercado e a participação conjunta de todos os *players*.

5.5.2. Autorregulação

Além da *deregulation*, uma alternativa à regulação governamental direta é a autorregulação, realizada por organizações com influência na criação de um ambiente de maior estabilidade institucional e eficiência do marco regulatório. A autorregulação é, geralmente, estabelecida pelos participantes do próprio mercado – por isso, envolve um foco

¹⁷² STIGLITZ, Joseph E. *Freefall – Free markets and the sinking of the global economy*. Londres: Allen Lane, 2010. P. 147.

¹⁷³ BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. *Op. cit.* P. 93.

¹⁷⁴ *Ibidem*. P. 94 e 95.

maior no que se refere à manutenção da reputação dos agentes de mercado e à implementação de menores custos operacionais.¹⁷⁵

A autorregulação é, de fato, um tipo de regulação de atividade econômica, não sendo um fruto de “forças equilibradoras” do mercado. Portanto, é uma regulação “artificial”, imposta, ainda que pela coletividade de agentes regulados, resultando de organização coletiva que impõe uma ordem.¹⁷⁶

Além de influenciar a reputação dos agentes de mercado e reduzir os custos operacionais, em alguns países emergentes, as organizações autorreguladoras ainda auxiliam no processo de fiscalização e treinamento de mão de obra especializada para o regulador, assim como no suporte à produção de dados e estatísticas relevantes para o mercado.¹⁷⁷

A autorregulação realizada, por exemplo, pela New York Stock Exchange (NYSE), envolve alguns benefícios: a flexibilidade de adaptação com o passar do tempo e habilidade de aumentar o conhecimento da indústria sobre a qual a regulamentação prega. Contudo, há um lado negativo da autorregulação, envolvendo o risco de captura por agentes de mercado poderosos (i.e., o mesmo risco enfrentado pela regulação).¹⁷⁸

Quando se trata de mercado financeiro e de capitais, a autorregulação se justifica pela proximidade com a atividade regulada – tanto que diversas bolsas de valores ao redor do mundo aplicam a autorregulação. Adicionalmente, os seus custos são arcados apenas pelos interessados – quem participa da bolsa de valores, arca com os custos de participação; contudo, assim como nas organizações reguladoras, as estruturas autorregulatórias sofrem com conflitos de interesses internos.¹⁷⁹

Portanto, a *deregulation* e a autorregulação são processos adotados por alguns países (no caso da autorregulação, é uma metodologia bastante comum) – todavia, ambos fazem

¹⁷⁵ OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *A Auto-Regulação e o Mercado de Capitais*. In BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysostomo de Oliveira (Org.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005. P. 225.

¹⁷⁶ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* Pp. 208 e 209.

¹⁷⁷ OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *Op. cit.* P. 227.

¹⁷⁸ ZINGALES, Luigi. *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*. Law Working Paper N°. 21/2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=536682>. P. 17.

¹⁷⁹ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* Pp. 210 e 211.

com que cheguemos à mesma conclusão: de que a regulação propriamente dita, com os diversos problemas e contrassensos envolvidos, é medida mais direta e garantida de que haverá alguma forma de organização mercadológica, por mais positiva ou negativa que possa parecer. A organização de qualquer tipo de entidade criada pelo ser humano é, por si só, difícil – envolve diversas opiniões e formas de aplicação prática. Por mais complexo que seja implementar um sistema regulatório de mercado de capitais, a sua implementação é uma saída mais rápida, “fácil” e menos arriscada em contrapartida à outorga de liberdade humana.

5.6. Abordagem Regulatória

O capitalismo liberal é uma mistura de economia (propriedade privada e mercados competitivos) e política (programas sociais) – o ponto de equilíbrio entre referidas facetas envolve uma análise do modelo econômico de mercado. A ideia central de uma reforma regulatória é usualmente ligada à melhoria da eficiência de políticas que intervenham nas tomadas de decisões (por exemplo, sobre a entrada de mercado, métodos de produção, atributos de produtos e transações entre fornecedores e clientes)¹⁸⁰. Todavia, apenas o estudo da eficiência em si pode não levar a um resultado mais completo da estrutura do mercado.

181

Quando falamos em eficiência, remetemo-nos naturalmente ao Teorema de Coase. O Teorema de Coase determina que, em um mundo hipotético, sem custos de transação e sem a interferência externa de terceiros (como instituições), os *players* acabam por negociar e realizar trocas no mercado com o objetivo de se alcançar a alocação eficiente. Todavia, Coase enfatiza que, no mundo real, os custos de transação são sempre positivos e as instituições legais possuem impactos significativos no comportamento dos agentes econômicos.

Enquanto o Teorema de Coase for aplicado, a justificativa da regulação envolve dois desafios: (i) a regulação inerentemente não terá consequências eficientes, e (ii) para alcançar algum resultado próximo à eficiência de mercado, este precisará ser idealizado, ou seja, não

¹⁸⁰ NOLL, Roger G. *Regulatory Reform and International Trade Policy*. University of Chicago Press, 2000. P. 2.

¹⁸¹ ROE, Mark J. *Op. cit.* P. 665.

analisado sob uma perspectiva de mundo real¹⁸². Por exemplo: a análise de Coase depende da assunção de que todas as partes contratantes são igualmente informadas – o que, no mercado financeiro real, geralmente é uma inverdade.

Em vista do acima disposto, quando revisto literalmente, referido Teorema pode ser utilizado como um argumento contrário à regulação, no sentido de que a supressão da regulação – a qual gera custos de transação inerentes ao processo regulatório – fará com que as partes naturalmente alcancem o resultado eficiente, sem qualquer forma de intervenção governamental. A regulação, aqui, apenas pode piorar o resultado almejado, ocasionando, no mínimo, custos indevidos.¹⁸³

Mark Roe comprova que a eficiência, por si só, não é suficiente para explicar o que sobreviveu no arcabouço institucional – o autor refina o modelo clássico de *Law and Economics* de forma a acomodar três conceitos relacionados, no sentido de definir instituições legais e comerciais: a teoria do caos, a teoria evolucionária moderna e *path dependence*. As condições iniciais de um mercado (frequentemente acidentais) devem ser analisadas quando falamos de problemas resolvidos no passado que seriam irrelevantes hoje em dia.¹⁸⁴

A explicação mais adequada para o sucesso da regulação envolve mais paradigmas do que apenas a eficiência. O primeiro paradigma envolve a ciência do caos: alguns fenômenos são mais sensíveis e suscetíveis a mudanças na posição inicial, resultando em mais mudanças no resultado final. O caos não quer dizer desordem, mas, sim, previsões certas sobre para qual direção um sistema está apontando – pequenas mudanças ao longo do caminho podem alterar os resultados inicialmente esperados. Algumas práticas podem não ter sido as mais eficientes, mas acabaram por sobreviver e tornaram-se eficientes posteriormente por meio de adaptação e redução de custos ao longo dos tempos.¹⁸⁵

¹⁸² ZINGALES, Luigi. *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*. Law Working Paper N°. 21/2004. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=536682>. Pp. 17 e 18.

¹⁸³ *Ibidem*. P. 12.

¹⁸⁴ ROE, Mark J. *Op. cit.* P. 641.

¹⁸⁵ “Here I shall examine this paradigm of a Darwinian survival of the fittest in law and economics. While I cannot shake myself of its grip completely, the classical evolution-to-efficiency paradigm fails to explain some important phenomena.” *Ibidem*. P. 642.

O segundo paradigma advém de pensamento moderno sobre a evolução. A evolução não é inevitavelmente um processo para frente e para cima – um competidor sobrevive, pois era o melhor indivíduo dentro do ambiente passado, mas o grupo vencido pode vir a ser o melhor para o ambiente atual. Desta forma, assim como na teoria do caos, a evolução faz com que o grupo que não foi eficiente no passado tenha a possibilidade de sê-lo no futuro.

186

O terceiro paradigma é relacionado ao *path dependence*. Roe elucida as diversas influências externas que podem alterar o caminho percorrido pelos agentes de mercado com base no exemplo da floresta percorrida por um comerciante de peles. Com o passar do tempo, tornamo-nos “acostumados” com o caminho frequentemente tomado (por mais errante ou, convenhamos, racionalmente caótico possa parecer), e, por mais que tenhamos novas opções de caminhos, o custo envolvido para alterar um costume seria alto. Portanto, há uma adaptação ao caminho anteriormente tomado (do qual o homem era dependente), de forma que a sua travessia seja facilitada e não envolva grandes custos.¹⁸⁷

Com base no acima disposto, não se pode realizar escolhas em geral com base apenas no paradigma da eficiência – outros aspectos precisam ser levados também em consideração quando se analisa as diferentes escolhas que nos são postas.

De forma a definir a utilidade da regulação nos mercados, deve-se constatar que, assim como custos de transação inexistentes e eficiência total mercadológica, o *laissez-faire* absoluto é um devaneio: até mesmo na visão de Adam Smith, o governo possui importante papel na administração da justiça. Os reguladores que entrarem em um cenário de competição devem lidar com o problema prático de como conseguir melhores níveis de competição sem incorrer em uma folga de reguladores procurando proteger seus interesses. A competição, na medida certa, pode ser muito benéfica a investidores.¹⁸⁸

¹⁸⁶ “Modern evolutionary biologists use the metaphor of natural selection leading us to the top of a local hill. To achieve the next, much higher summit in the chain of hills, however, we would have to go down this hill, and then up to the next one. (...) We are stuck in a local equilibrium, unaware of the higher summit across the valley. Survival does not imply superiority to untried alternatives.” *Ibidem*. P. 643.

¹⁸⁷ *Ibidem*. Pp. 643 e 644.

¹⁸⁸ CHOI, Stephen J. *Channeling Competition in the Global Securities Market*. UC Berkley Public Law and Legal Theory Research Paper Series. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=371700. 2003. P. 9.

Portanto, há uma direção dupla de grupos de interesses quando falamos de regulação, a qual está envolta em uma rede de competição pelo poder entre os grupos de interesse, ao invés de ter o foco no interesse público. O desenvolvimento da regulação é dividido em quatro fases: o primeiro estágio envolve um problema político de proteção do público de atividades indesejadas – a gestação e criação de um órgão regulador. A segunda fase envolve a juventude, por meio do qual o órgão regulador inexperiente é operado por reguladores com maior zelo. A fase subsequente, de maturidade, significa que o órgão está estabelecido e é conhecedor da área, começando a deixar a base política e passando a prestar atenção à indústria. No estágio final, idade adulta, é a fase de declínio, relacionada a procedimentos judicializados (maior controle das ações da agência por outros órgãos), e a agência dá prioridade à indústria ao invés de interesses públicos.¹⁸⁹

Neste sentido, a maior crítica aos incentivos de reguladores é o fato de que os últimos nem sempre agem no melhor interesse dos investidores – alguns reguladores agem racionalmente a partir de seu interesse próprio para tentar expandir o tamanho de sua agência, levando a maior prestígio e compensação¹⁹⁰. Para aliviar referido problema, Stephen Choi sugere o estabelecimento de uma competição regulatória dos tipos de proteção a investidores, de forma a maximizar a riqueza tanto de emissores quanto de investidores. A partir do momento em que há um estímulo à proteção de investidores (por meio da competição dos tipos de proteção), maximiza-se as riquezas dos participantes do mercado.

De acordo com Dworkin, a maximização de riquezas significa o alcance de bens e recursos pelos indivíduos que mais os valorizam – e alguém valoriza um bem mais apenas se está disposto a pagar mais por ele¹⁹¹. Neste sentido, a abordagem da regulação deveria ser voltada à regulação dos investidores, conforme argumentado por Choi: a abordagem regulatória em si não seria aconselhável – um regime de regulação de investidores, permite-se a tomada de decisões a favor da proteção de investidores, resultando em um regime menos

¹⁸⁹ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Op. cit.* P. 47.

¹⁹⁰ CHOI, Stephen J. *Channeling Competition in the Global Securities Market*. UC Berkley Public Law and Legal Theory Research Paper Series. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=371700. 2003. Pp. 3 e 4.

¹⁹¹ DWORKIN, Ronald M. *Is Wealth a Value?* The Journal of Legal Studies, Vol. 9, No. 2, Change in the Common Law: Legal and Economic Perspectives, 1980. P. 191.

paternalista.¹⁹²

Quando protegidos, os investidores tendem a ganhar confiança maior no mercado – passando a adquirir ações e títulos de forma mais confiante, gerando um mercado de capitais mais robusto. Quando os reguladores possuem maior foco nos participantes do mercado, há uma restrição maior de escolhas disponíveis aos investidores. Desta forma, Choi defende que o atual regime de regulação nos EUA seja inconsistente, pois, apesar dos benefícios, há falta de foco no impacto da regulação nas escolhas disponíveis aos investidores. Se a proteção do investidor é a meta, por que não estruturar regulações diretamente ao redor dos investidores?¹⁹³

Os investidores seriam separados em quatro grupos diferentes com base nas informações que cada investidor detém¹⁹⁴; portanto, nem todos os investidores possuiriam total conhecimento da quantidade de emissores diferentes, suas práticas de proteção a investidores e do risco de fraude, necessitando de recursos adequados e de informação e expertise para interpretar a informação dada. Portanto, a criação de uma regulação especificamente própria para investidores seria, em muito, benéfica ao mercado como um

¹⁹² CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal*. Program In Law and Economics Working Paper Series. UC Berkeley Law and Economics Working Paper 2000 – 1. School of Law Center for the Study of Law and Society University of California Berkeley, California 9472. P. 2.

¹⁹³ *Ibidem*. Pp. 2 a 4.

¹⁹⁴ O primeiro grupo, de *Issuer-Level Investors*, é formado por investidores informados no mesmo nível dos emissores (i.e., possuem informações a respeito de riscos específicos relacionados aos emissores, assim como das proteções que podem adotar neste sentido). Como resultado, os emissores deverão procurar a maximização do bem-estar dos emissores e investidores.

O segundo grupo é dos investidores sem informações a respeito de determinados emissores, mas informados a respeito de uma série de intermediários de valores mobiliários, caso em que os emissores não terão um incentivo direto para adotar proteções que maximizem o valor para os investidores. A atuação em conjunto com os intermediários apropriados facilitará os investimentos e negociações com emissores.

O terceiro grupo, de investidores com informação apenas em participantes do mercado altamente destacados, envolve outras categorias de investidores informados, adicionalmente aos investidores informados a respeito dos emissores e intermediários. Neste sentido, as *HVO – highly visible organizations* devem ter acesso à regulação criada pelo governo, podendo, em conjunto com intermediários e emissores associados, determinar proteções específicas a investidores dentro de todos os níveis de participação do mercado.

Por fim, o último grupo apresentado por Choi é de investidores sem informação a respeito de quaisquer emissores de valores mobiliários – os quais não possuem racionalidade e capacidade de investigar e valorar proteções. Eles são considerados como “investidores não sofisticados”, pois não valorizam proteção de investidores e fazem com que os participantes do mercado não forneçam proteção. A desvantagem é que referidos investidores perderão a habilidade de investir diretamente em bolsas individuais ou fundos mútuos – os quais possuem menores taxas de retorno. In CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal*. Program in Law and Economics Working Paper Series. UC Berkeley Law and Economics Working Paper 2000 – 1. School of Law Center for the Study of Law and Society University of California Berkeley, California 9472. Pp. 6 a 22.

todo (e, até mesmo, internacionalmente, pois dá a habilidade de permitir investidores sofisticados o acesso de valores mobiliários de empresas estrangeiras¹⁹⁵).

Diferentemente de Choi, La Porta, Silanes e Shleifer argumentam que países com políticas de proteção a investidores, medidas pela legislação e qualidade de aplicação da lei possuem mercados de capitais menores e mais fracos. Tendo-se em vista que os países do *Common Law* protegem exageradamente tanto acionistas quanto credores, estes são, naturalmente, mais desenvolvidos, na medida em que países de *Civil Law* francesa (de proteção mínima) possuem os mercados mais fracos, e países de *Civil Law* alemã estariam no meio-termo.¹⁹⁶

Diferentemente, Moloney sugere um mercado de pré-intermediários: os intermediários dos investimentos possuem um papel crítico na operação dos mercados, por meio da provisão de canal de acesso aos investidores e agentes de capital. Ao proporcionarem serviços como conselheiros de investimentos, administradores de portfólio discricionário, prestadores de serviços de corretagem e criadores de canais de distribuição para produtos de investimento, os intermediários atuam como uma ponte entre os investidores e o mercado; podem ser, ainda, relacionados a crescimento financeiro e econômico.¹⁹⁷

Na mesma linha de Choi, Moloney defende que a proteção de investidores de forma individual pode resultar em prejuízos a investidores, danos à competição e alocação ineficiente de recursos. Este tipo de regulação não deveria ser apenas direcionado aos investidores – há um suporte de intermediários ao assinalar sua credibilidade para investidores.¹⁹⁸

Apesar de diversos pontos positivos, a regulação de intermediários envolveria diversos problemas, os quais impõem restrições à liberdade de atuação dos investidores, os quais podem passar a exercer menos cuidado com seus investimentos, por conta da crença

¹⁹⁵ *Ibidem*. P. 31.

¹⁹⁶ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Op. cit.* P. 3.

¹⁹⁷ MOLONEY, Niamh. *EC Securities Regulation*. Segunda Edição. Oxford University Press, 2008. P. 340.

¹⁹⁸ *Ibidem*. P. 341.

de que a regulação pré-intermediários retiraria, de certa forma, a necessidade de cuidar dos investimentos ou lidar com intermediários.¹⁹⁹

Diferentemente, Roberta Romano identifica dois componentes que podem ser empregados na regulação financeira como formas de mitigar as falhas legislativas e regulatórias: (i) a regulação deve ser revista e reconsiderada dentro de um período fixo após sua aprovação para permanecer válida, e (ii) deve-se estabelecer uma estrutura que seja hospitaleira à experimentação reguladora²⁰⁰. Ou seja: a autora ressalta a necessidade de revisão constante da regulação e normas adjacentes criadas, de forma que não se tornem obsoletas; e a estrutura regulatória deverá ser sempre aberta e sujeita a experimentos com diferentes tipos de regras do jogo.

Para Zingales, a partir do momento em que houver um mercado regulado, há maior possibilidade de se ter um mercado privado bastante forte – quanto maior a regulação como sinal de qualidade, mais companhias ineficientemente buscam se separar das outras. Desta forma, a solução proposta pelo autor, neste sentido, é justamente aproximar ainda mais referidos mercados – o mercado regulado deveria ser menos regulado, e o não regulado deveria ter um pouco de regulação.²⁰¹

Em vista do acima disposto, percebe-se que há linhas de pensamento a favor da forma mais “correta”, eficiente ou aceita de regulação no mercado de capitais. Enquanto alguns doutrinadores apoiam-se na ideia da eficiência do mercado (utópico), outros argumentam pela aplicação de regras reguladoras no que se refere à evolução e ao caminho trilhado por cada civilização (passando-se por fases “caóticas”), pela análise da competição para um bom emprego de regras reguladoras, normas pró-investidores ou pró intermediários, revisão constante de regulações e, até mesmo, colocar-se as formas de regulação em uma balança no estilo “quanto mais, menos” e vice-versa.

¹⁹⁹ *Ibidem*. P. 344.

²⁰⁰ ROMANO, Roberta. *Regulating in the Dark*. Yale Law School, NBER e ECGI March 31, 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1974148>. P. 14.

²⁰¹ ZINGALES, Luigi. *The Future of Securities Regulation*. University of Chicago, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1319648>. P. 32.

A conclusão parcial a qual se pode arrancar de todas as mais diferentes formas de pensamentos e doutrinas a respeito da regulação é o fato de que a regulação é importante para que os mercados de capitais dos países sejam implementados e se desenvolvam com o passar das décadas. Aqui, não cabe a nós determinar o “melhor formato de regulação”, pois não se trata da mera receita de um bolo – cada país possui as suas individualidades e características que fazem com que os respectivos mercados de capitais sejam únicos e diferentes entre si. Cabe a cada chefe de Estado verificar a melhor forma de implementação de normas reguladoras à sua nação, e adequá-las conforme o caso. O que se observa é uma tendência a uma regulação comum em diversos dos seus pontos nos diferentes ordenamentos jurídicos, respeitadas as particularidades de cada um deles.

VI. MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO

Após a revisão dos principais aspectos da regulação e suas principais funções no que se refere ao mercado de capitais, passaremos a analisar o mercado de capitais em cada um dos países do foco do presente trabalho: os EUA e o Brasil.

Desta forma, no presente capítulo, pretende-se repassar a história da SEC nos EUA, suas influências históricas e culturais, assim como seus principais marcos regulatórios. A partir disto, poderemos passar ao estudo da CVM brasileira, cuja principal fonte de inspiração foi, justamente, a SEC, traçando as principais diferenças entre ambas as agências.

6.1. Desenvolvimento do mercado norte-americano

Nos EUA, o sistema de regulação do mercado pode ser explicado, em suas origens, pela doutrina do *New Deal*: com a quebra da Bolsa, a confiança do público no mercado sofreu um grande abalo, sendo que a economia como um todo precisou ser recuperada e discutida pelo Congresso norte-americano. Desde o final da Primeira Guerra Mundial até outubro de 1929, aproximadamente US\$50 bilhões de novos títulos foram emitidos, sendo que quase a metade de referida quantia provou-se sem valor algum. As atraentes promessas de riqueza rápida e fácil, sem envolver a investigação das informações e dos fatos essenciais para estimar o valor de qualquer *security*, conquistaram diversos tipos de investidores, os quais perderam grande parte de sua riqueza com seus investimentos.²⁰²

Após a crise advinda com a quebra da Bolsa, houve duas grandes reformas do mercado de capitais por conta de referida doutrina. Como veremos em maiores detalhes na sequência, em 1933, a primeira reforma, de concepção corporativa, fez com que as relações entre governo e mercado fossem reorganizadas para que houvesse uma colaboração mútua. Desta forma, as *corporations* deixariam a competição de lado, de forma a atuar de forma racional, organizada e com repartição de tarefas. A segunda linha de reforma, por sua vez, envolvia a supervisão das empresas pelo governo, pois as primeiras não poderiam ser dignas

²⁰² AFTERMAN, Allan B. *SEC Regulation of Public Companies*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1995. Pp. 6.

de confiança do segundo, tendo-se em vista sua atuação competitiva.²⁰³

Em meio a referido cenário, a SEC (o principal órgão regulador do mercado de capitais dos EUA até hoje) surgiu, por meio da qual o estado passou a intervir diretamente na economia. Embora tenha surgido na fase de maior força da doutrina corporativa, a SEC foi considerada uma antítese à supervisão governamental, pois, ao mesmo tempo que a agência desempenharia um papel de sistema de *disclosure* ao mercado (fornecimento de informações ao investidor, o qual tomaria decisões), seria uma agência reguladora, tendo como principal função supervisionar o mercado, resultando de uma projeção da primeira linha do New Deal²⁰⁴.²⁰⁵

Referido pensamento teve origem na teoria de Adam Smith, a qual gerou um grande desconforto no que se refere ao setor regulatório dos EUA. Smith defendeu, em 1776, que as companhias caracterizavam um desastre sem fronteiras, cenário que teria sido influenciado pela atuação negligente dos administradores, os quais não cuidavam do dinheiro e dos bens de terceiros como se fossem seus – a versada tese de que não se cuida do que é dos outros como se seu fosse.

Todavia, com as primeiras empresas norte-americanas, referida teoria de Smith, apesar de desanimadora, provou-se não aplicável quando se fala nos EUA: o grande desenvolvimento das *corporations*, a facilidade para a sua constituição (que não mais exigia um ato legislativo, mas, apenas, alguns documentos) e a separação do poder de controle dos acionistas do poder de gestão dos administradores fez com que a população tivesse cada vez mais fé no sistema econômico de mercado. Portanto, não havia necessidade em se ressaltar a atuação desleal dos administradores, pois é um cenário que nunca veio ao caso.²⁰⁶

²⁰³ CASTRO, Hélio O. Portocarrero de; EIZIRIK, Nelson Laks. *Regulação e Controle do Mercado de Capitais (o papel da SEC na experiência norte-americana)*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974. Pp. 15 e 16.

²⁰⁴ *Ibidem*. Pp. 16 e 17.

²⁰⁵ Apesar da SEC ter sido criada como uma resposta à crise de 1929 e ao descontrole do mercado financeiro norte-americano, vale ressaltar a opinião de alguns autores a respeito. A agência não teria sido uma influência meramente do New Deal – a sua criação, de acordo com Loss e Seligman, por exemplo, se deveria à geração legislativa e à evolução regulatória que teve início na Inglaterra, no período anterior à colonização norte-americana. In LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*. Aspen Publishers Online, 2004. P. 1.

²⁰⁶ FOX, Justin. *The Myth of the Rational Market. A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*. Harper Business. Pp. 153 e 154.

Com o passar dos anos, o mercado norte-americano se desenvolveu e, com isso, a competição aumentou cada vez mais. O poder da administração das *corporations* tornou-se absoluto, enquanto o controle societário de referido poder permaneceu praticamente embrionário – dando causa à implementação do sistema de *checks* sobre a atuação dos administradores de empresas nos EUA por Berle.

Apesar da exacerbação da competitividade no mercado, compreendeu-se a importância e a necessidade de retirar as empresas de negócios não promissoras e fechar indústrias com performance negativa. Adicionalmente, com o aumento da competitividade, a principal fraqueza das empresas – conflitos de agência entre controladores e administradores – foi elucidada. Então, o mercado de capitais norte-americano padecia da problemática teorizada por Smith e percebeu-se a necessidade de coordenar alguma forma de intervenção governamental para amenizar referidos conflitos de interesses.²⁰⁷

A SEC foi a forma encontrada pelo governo norte-americano de controle interno do mercado de capitais. Desta forma, houve uma delegação de poderes para referida agência independente (não ligada diretamente ao Congresso), por meio da qual a SEC passou a ter mais poderes, pois o desenvolvimento e a implementação de política regulatória envolvia, necessariamente, o exercício de referidos poderes. Assim, a SEC estaria autorizada a legislar (criar) regras para controle do comportamento do setor privado da economia, executar suas regras por meio de ações específicas contra os emissores e investidores do mercado, e julgar casos particulares quando a questão era a violação de suas regras.²⁰⁸

Apesar de muito questionada, a delegação de tantos poderes à SEC, na opinião de diversos doutrinadores, demonstrou-se positiva: a delegação de poderes combinados poderia levar a vantagens institucionais, no sentido de que uma agência, ao ser armada com

²⁰⁷ *Ibidem*. Pp. 154, 170 e 171.

²⁰⁸ “Many agencies operate under statutes that give them legislative powers to issue rules which control private behavior, executive powers to investigate potential violations of rules or statutes and judicial powers to adjudicate particular disputes – example. The SEC formulates law by writing rules which spell out what disclosures must be made in a stock prospectus; these rules may have the same effect as a law passed by the legislature. The SEC then enforces these rules by prosecuting those who violate its regulations through disciplinary actions against broker-dealers or through stop order proceedings against corporate issuers. Finally, the SEC also acts as judge and jury in deciding whether its rules have been violated.” In GELLHORN, Ernest; LEVIN, Ronald M. *Administrative Law and Process in a Nutshell*. 4ª Edição. St. Paul, Minn. West Publishing Co. 1997. Pp. 9 a 11.

procedimentos flexíveis de tomada de decisão e encarregada de responsabilidade contínua para um assunto específico, estaria melhor equipada a escolher políticas mais coerentes e eficientes.²⁰⁹

6.2. Regulação Estatal nos EUA

De acordo com Berle e Means, os mercados têm como função primordial converter de forma rápida valores mobiliários (*securities*) em dinheiro. Isto quer dizer que, por meio da manutenção de um fluxo de compradores e vendedores em um mesmo mercado para um produto específico, o mercado acaba por fornecer medidas de liquidez para investidores e agentes econômicos²¹⁰.

Neste sentido, os mercados possuem três principais papéis, que sustentam sua função primordial como um tripé: (i) sustentar um local de encontro entre compradores e vendedores, assim como os estabelecimentos seguros e fixos para as trocas; (ii) prover uma medida contínua de valor de mercado, fazendo com que os valores mobiliários (*securities*) sejam utilizadas como base de crédito ou para trocas dentro do país; e (iii) amparar os únicos meios substanciais por meio dos quais investidores podem retirar seu capital para outro uso ou para gastos pessoais²¹¹.

Com o passar dos anos, o Congresso norte-americano percebeu que o sistema de regulação adotado no país não seria suficiente para coordenar o mercado de *securities*. O desenvolvimento econômico no final de 1800 e início de 1900 e o aumento da utilização da *corporation* como organização de negócios trouxe muitos abusos – venda de esquemas especulativos sem embasamento fático e real era tão comum e numérica, que era comparada a “diversos metros de céu azul”. Desta forma, os Estados norte-americanos passaram a promover e investir na legislação *blue-sky laws*, regulando transações de *securities* diretamente.²¹²

²⁰⁹ *Ibidem*. P. 10.

²¹⁰ BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991. P. 258.

²¹¹ *Ibidem*. P. 263.

²¹² SCALETTA, JR., Phillip J.; CAMERON III, George D. *Foundations of Business Law and Legal Environment*. Houston: Dame Publications, 1997. P. 877.

As *blue-sky laws* eram promulgadas a nível estatal, regulando a negociação e venda de securities para proteção do público contra a fraude por meio da exigência de registro de todas as ofertas de *securities* e agentes de mercado. A primeira lei de securities com “dentes” foi aprovada no Kansas em 1911, no qual surgiu o termo “blue-sky”. A tendência se multiplicou em praticamente todo o território norte-americano, alcançando, até mesmo, algumas províncias canadenses²¹³. Todavia, com o passar dos anos, percebeu-se a ineficiência das *blue-sky laws*, principalmente por meio de transações interestaduais.

Com base nas dificuldades enfrentadas pelas *blue-sky laws*, o Congresso norte-americano promulgou a *Securities Act* de 1933, por meio da qual há a regulação das vendas de valores mobiliários (mercado primário) entre os estados em nível federal. Subsequentemente, em 1934, a SEC foi criada para regular o mercado secundário. Portanto, a nível de sistema federal, tem-se o Congresso dos EUA, a SEC, as cortes judiciais e o mercado de bolsa, os quais, apesar de incompletos, são poderosos, em comparação à regulação estatal²¹⁴.

As regras estaduais nos EUA possuem, até hoje, diversas diferenças – por conta do federalismo e, também, como consequência do sistema do Common Law. Apesar de diversos esforços a favor da uniformização (i.e., *Uniform Securities Act*), alguns estados até hoje lutam contra a uniformização de regulação, sob o pretexto de que não haveria flexibilidade regulatória para lidar com práticas abusivas e os investidores estariam perdendo proteções importantes²¹⁵. As autoridades federais norte-americanas limitaram a área de atuação dos estados, sendo que, em casos inesperados, cujas transações chamam a atenção do público, o Congresso pode atuar e geralmente intervém²¹⁶.

6.3. Legislação dos EUA

Com base nas seções acima, percebe-se que a SEC foi instituída em uma época favorável a reformas: até a quebra da Bolsa, a existência de leis estaduais reguladoras do

²¹³ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Op. cit.* Pp. 9 e 10.

²¹⁴ ROE, Mark J. *Regulatory Competition in Making Corporate Law in the United States—And Its Limits: And what it means for the EU and the Centros line of cases.* 2005. P. 2.

²¹⁵ COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Securities Regulation. Cases and Materials.* 5ª Edição. New York: Aspen, 2006. P. 15.

²¹⁶ ROE, Mark J. *Op. cit.* P. 3.

mercado de capitais fazia mais sentido do que uma legislação central federal. Os riscos de operações fraudulentas não eram levados a sério pela população, os conflitos de agência (ainda) não haviam atingido consequências devastadoras para o mercado e não havia interesse na uniformização de determinados assuntos. Desta forma, percebeu-se a necessidade de instituir leis específicas para as *corporations*, de forma a prover as necessidades latentes e únicas de informação dos investidores²¹⁷.

A partir de referida epifania do governo norte-americano, as leis federais começaram a ser promulgadas. Até hoje, a legislação relacionada a securities envolve seis atos normativos aprovados entre 1933 e 1940: (i) *Federal Securities Act* de 1933; (ii) *Securities Exchange Act* de 1934; (iii) *Public Utility Holding Company Act* de 1935; (iv) *Trust Indenture Act* de 1939; (v) *Investment Company Act* de 1940, e (vi) *Investment Advisers Act* de 1940. De todas as legislações mencionadas, as promulgadas em 1933 e 1934 são as mais importantes para o mercado de capitais dos EUA. A lei de 1935 possui um foco mais limitado – a regulação de bens relacionados à indústria da eletricidade e de gás, para assegurar a integração geográfica e a simplificação societária. A legislação de 1939 é um reforço da legislação de 1933; por fim, os diplomas de 1940 regulam os investimentos de companhias e de seus assessores.²¹⁸

A primeira legislação, a *Federal Securities Act* de 1933, surgiu como um remédio legal para a Grande Depressão e destruição do mercado econômico dos EUA. Seu principal ponto foi a instituição da política do *disclosure*, ou seja, da divulgação obrigatória das informações necessárias para os investidores e agentes de mercado, em contradição às práticas abusivas de mercado e ao *frenesi* especulativo que reinava até então (“speculating in stocks was something of a national pastime”²¹⁹).

Adicionalmente, a legislação de 1933 forneceu uma lista exaustiva de exemplos de *securities* no mercado de capitais norte-americano; todavia, referida lei não define o termo “*security*”. Com base no sistema do Common Law (conforme vimos no Capítulo IV acima), a definição de *security* teve que ser determinada posteriormente, por meio de *case law*.²²⁰

²¹⁷ COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Op. cit.* P. 1.

²¹⁸ AFTERMAN, Allan B. *Op. cit.* P. 1.

²¹⁹ COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Op. cit.* Pp. 3 e 5.

²²⁰ AFTERMAN, Allan B. *Op. cit.* Pp. 10.

Por fim, o ato de 1933 tinha, como principal foco, o fornecimento de todas as informações materiais relacionadas a ofertas públicas de *securities* aos investidores, proteger os investidores contra a fraude e promover padrões éticos de honestidade e negociações justas. Desta forma, todas as *securities* deveriam ser registradas perante o órgão competente – eventualmente, a SEC. A legislação norte-americana, portanto, tinha um foco nas próprias *securities* oferecidas, em seus emissores e no meio de venda dos títulos (o mercado). Todavia, com o passar do tempo, o Congresso entendeu que nem todas as operações precisariam ser registradas (principalmente quando os benefícios públicos seriam remotos), sendo que o registro obrigatório foi considerado como um plano de ação muitas vezes “ineficiente”. A partir disto, implementou-se uma isenção de registro para transações que não envolvessem ofertas públicas,²²¹.

Até 1933, a agência reguladora norte-americana responsável pelo mercado de securities era a *Federal Trade Commission* (FTC), responsável pelo registro de ofertas públicas de securities não isentas pela legislação – ou seja, era a forma escolhida de centralizar a economia sob o controle estatal. Apesar de a legislação de 1933 ter outorgado poder de execução à FTC, o Congresso Nacional decidiu, ainda, que a área especializada do mercado de capitais precisaria de órgão regulador próprio – desta forma, a SEC foi criada subsequentemente, em 1934.²²²

A *Securities Exchange Act* de 1934 alterou o foco da legislação dos EUA para a realização de transações (compra e revenda no mercado de securities existentes – *trading*). Desta forma, além de dar continuidade ao *disclosure* iniciado pela lei de 1933, a legislação de 1934 passou a prever a regulação do mercado de valores mobiliários nos EUA por meio da SEC (responsável pela administração e execução das leis federais de valores mobiliários, destituindo-se a FTC), dispôs sobre a prevenção de fraudes e manipulações (dispositivos antifraude por meio dos quais qualquer indivíduo direta ou indiretamente relacionado à negociação de securities pode ser responsabilizado por ações fraudulentas²²³), o controle de crédito, a regulação de *insider trading* e as comunicações com acionistas.²²⁴

²²¹ ZINGALES, Luigi. *The Future of Securities Regulation*. University of Chicago, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1319648>. P. 14.

²²² SCALETTA, JR., Phillip J.; CAMERON III, George D. *Op. cit.* P. 7.

²²³ *Ibidem*. P. 885.

²²⁴ AFTERMAN, Allan B. *Op. cit.* P. 2 e 3.

A estrutura regulatória do ato de 1934 foi concebida como uma resposta à incapacidade documentada da indústria de *securities* em manter o mercado como um ambiente justo e honesto. O sistema inovador de supervisão criado por ocasião de referida legislação é visto como um modelo de partilha de poder regulatório entre o governo e a indústria – daí a importância da SEC.²²⁵

6.4.A SEC

Em vista dos comentários da seção acima, vê-se que a SEC é originária de 1934, e recebeu os seguintes aspectos básicos iniciais: é uma comissão do governo federal dos EUA, independente, bipartidária, “quase-judicial” (na medida em que julga, em instância administrativa única, os processos sancionadores por ela instaurados), e “quase-legislativa” (em vista de seus poderes expressos para regulamentar a legislação federal sobre *securities*).²²⁶

Pode-se dizer que a SEC possui poderes de administração outorgados por meio de leis federais de *securities*. Ela possui cinco indivíduos nomeados pelo Presidente dos EUA com consulta e aprovação do Senado para um mandato de cinco anos cada um (intercalados), sendo três membros integrantes do mesmo partido político. As principais funções da SEC, de forma genérica, além do *disclosure* das emissões de ações, incluem a regulação da conduta dos agentes de mercado, diretamente ou por meio de supervisão do mercado autorregulado²²⁷ (antigamente, de bolsas de valores).²²⁸

No que se refere ao quesito de *disclosure*, a SEC faz comumente diversos *releases* como maneira de informar o mercado a respeito de transações e legislação – há *releases*

²²⁵ LIPTON, David A. *Governance of Our Securities Markets and the Failure to Allocate Regulatory Responsibility*. 34Cath. U. L. Rev.397.1985. P. 397.

²²⁶ EIZIRIK, Nelson. *O Colegiado da CVM e o CRSFN como Juízes Administrativos: Reflexões e Revisão*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34. P. 33.

²²⁷ O sistema de autorregulação foi abolido dos EUA, pois os indivíduos no poder das bolsas não estavam em condições de cumprir com as responsabilidades. Assim, abriu-se as portas para a regulação cooperativa, em que a SEC era responsável pelo cumprimento da lei, sendo referida responsabilidade delegada às agências autorreguladoras; referidas agências são investidas de poderes estatais delegados, devendo proteger o interesse público e os investidores, sendo que a SEC teria a responsabilidade de supervisioná-las. In CASTRO, Hélio O. Portocarrero de; EIZIRIK, Nelson Laks. *Op. cit.* Pp. 19 e 20.

²²⁸ *Ibidem*. P. 18.

financeiros, de contabilidade, internacionais (relacionados a emissores estrangeiros), dentre outros. Ainda no quesito comunicação da agência norte-americana, temos a figura da *no-action letter* e demais cartas interpretativas, por meio das quais a SEC emite opiniões para guiar as empresas no que se refere a transações específicas.²²⁹

A SEC possui quatro divisões: (i) *Market Regulation* (regulação de mercado), responsável pela regulação de trocas de títulos; (ii) *Enforcement* (execução), a qual trabalha com as demais divisões da SEC, é responsável pela supervisão e condução de atividades de execução e investigações; (iii) *Investment Management* (administração de investimentos), responsável pela gestão do *Investment Company Act* e *Investment Advisers Act*, supervisionando empresas de investimentos; e (iv) *Corporation Finance* (finança corporativa), responsável pela administração de requisitos de *disclosure* e demais provisões das leis de 1933 e 1934 por meio de revisões de registros de ofertas públicas e relatórios anuais, trimestrais e atualizados.²³⁰

Referidas divisões da SEC reforçam cotidianamente os deveres com relação à divulgação de informações. A agência possui um paternalismo evidente com relação aos investidores, pois em seus guias e em suas instruções, cria um quadro um tanto ameaçador dos prospectos a serem emitidos pelos emissores: por exemplo, o primeiro formulário do prospecto possui uma ampla sessão a respeito dos fatores de risco da oferta. Um emissor desconhecido e mais novo no mercado precisa elaborar diversas minutas de referido formulário, o qual passa por revisões da *Corporation Finance* da SEC – a necessidade de honestidade e cuidado no preparo do prospecto envolve a responsabilidade civil dos *underwriters*, diretores, administradores e *experts* da emissora.

A SEC, além de ser a agência atualmente responsável pelo registro de todas as emissões de *securities* ofertadas ao público nos EUA, é responsável também pela autorização e fiscalização do funcionamento das bolsas de valores norte-americanas, dos agentes de mercado e dos mercados de balcão. A agência possui autoridade estatutária e legal para

²²⁹ Uma empresa que não tem certeza se um serviço, produto ou uma ação constituirá uma violação da legislação federal de securities solicita a *no-action letter*, por meio da qual far-se-á uma descrição do pedido, análise dos fatos envolvidos, um levantamento da legislação aplicável e o posicionamento da SEC a respeito. In AFTERMAN, Allan B. *Op. cit.* Pp. 6.

²³⁰ *Ibidem.* P. 3.

conduzir quaisquer investigações que considere necessárias para determinar se um indivíduo violou ou não regras federais de *securities* e seus regulamentos internos.²³¹

A segunda década de vida da SEC foi marcada pela Segunda Guerra Mundial, durante a qual a sede da SEC foi temporariamente alterada de Washington para a Philadelphia, para coordenação e estratégias de guerra. Após a Guerra, a SEC voltou para a capital dos EUA; todavia, sua atuação ao longo de referidos anos foi bastante ativa, sendo que o programa de *enforcement* foi reforçado e utilizado diversas vezes. Com a restauração dos recursos e da sede em Washington, a SEC continuou sua atuação ferrenha e, ainda, deu início a mais processos de violação de leis federais de *securities*.²³²

Nos anos seguintes, a questão mais levantada a respeito da atuação da SEC envolvia os poderes punitivos da agência – havia uma discussão a respeito do aumento de ações de punição da SEC em comparação com o alívio decisório alcançado por ela (por meio de ações “remediadoras”). Neste sentido, o Congresso dos EUA deu poderes de execução mais fortes à agência, envolvendo (i) a habilidade de exigir sanções pecuniárias cíveis contra pessoas que violassem as legislações federais, (ii) o poder de barrar diretores e administradores de exercerem cargos públicos em caso de violação de leis federais, e (iii) a autoridade de emitir ordens administrativas de cessação, liminares e ordens de devolução de lucros indevidamente ganhos.²³³

Adicionalmente, outro exemplo importante de aumento do poder da SEC envolveu o crescimento de casos de violações por meio de *insider trading*, fazendo com que as leis federais fossem alteradas para abrir caminho a penalidades pecuniárias e penais mais altas, aplicáveis pela SEC. A partir de 1984, as violações por meio de atuações com informações privilegiadas envolviam multas de US\$ 1.000.000,00 (um milhão de dólares norte-americanos) para indivíduos e US\$ 2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil dólares norte-americanos) para empresas, assim como o aumento do prazo de prisão (aplicáveis

²³¹ ATKINS, Paul S.; BONDI, Bradley J. *Evaluating the Mission: A Critical Review of the History and Evolution of the SEC Enforcement Program*. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XIII. 2008. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1459721>. Pp. 371 e 372.

²³² *Ibidem*. P. 373.

²³³ *Ibidem*. P. 385.

pelas cortes judiciais)²³⁴.

Outro ponto de grande importância na história da SEC envolve os *administrative law judges* (juizes de direito administrativo – ALJ). Apesar de a agência reguladora não ter poderes para realizar punições criminais, referidos juizes podem argumentar pela violação de leis federais e apresentar o caso como um processo civil dentro da agência ou perante cortes civis. Os juizes podem aplicar penas de censura, suspensão, banimento, multa, etc., de réus que cometerem atos contrários às leis federais.²³⁵

Por fim, com os escândalos econômicos ocorridos no início do século XXI e as crises deles decorrentes, houve a criação de quesitos de *disclosure* e divulgação de informações aos administradores de empresas. Neste sentido, o *Sarbanes-Oxley* e o *Dodd-Frank Act* fizeram com que a SEC possuísse jurisdição administrativa para atuar em casos de violações de leis federais de securities, permitindo a utilização de remédios legais contra réus não registrados.²³⁶

6.5. Sistema Regulatório dos EUA

Em vista do acima disposto, vê-se que os EUA possuem um sistema regulatório contrário às soluções de regulação centralizadas – o federalismo dos norte-americanos faz com que os estados passem a ser livres para adotar a regulação que melhor lhes convier, sendo que diversas nuances da lei federal são adaptadas à realidade de cada estado de acordo com o *status* mercadológico local. Desta forma, a regulação em nível nacional (mais comum em países como o Brasil) não é interessante em muitos casos.²³⁷

Apesar disso, a SEC, agência reguladora federal, ainda é o principal órgão do mercado de capitais norte-americano. As empresas sujeitas às legislações federais de securities confiam sua tomada de decisão ao crivo da agência – a figura da *no-action letter*

²³⁴ ATKINS, Paul S.; BONDI, Bradley J. *Op. cit.* Pp. 387 e 388.

²³⁵ ZARING, David. *Enforcement Discretion at the SEC*. Texas Law Review. Vol. 94:1155, 2016. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2651671>. P. 1164.

²³⁶ *Ibidem*. P. 1165.

²³⁷ GROTE, Rainer; MARAUHN, Thilo (Edição). *The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform*. Cambridge, Mass.: Cambridge University, 2006. P. 95.

é o exemplo mais claro de referida relação.²³⁸

Adicionalmente, no que se refere à formação do sistema regulatório da SEC, do *Common Law*, é importante ressaltar que os precedentes jurídicos são uma figura presente no dia-a-dia da agência. Algumas matérias são ligadas diretamente ao *case law* (como, por exemplo, as operações que são julgadas fraudulentas) e há, ainda, assuntos relacionados diretamente a normas escritas dentro do *case law* (a disciplina dos emissores de mercado, a regulação dos prestadores de serviços, entre outros).

Todavia, conforme já começaremos a ver no presente trabalho, o desenvolvimento da SEC e dos demais órgãos reguladores norte-americanos (assim como de qualquer outro país) não devem ser analisados em comparação com outros sistemas financeiros, e nem colocados em prática sem analisar-se os aspectos culturais, econômicos e sociais de cada sistema financeiro. Assim como todos os sistemas de regulação conhecidos no mundo, o mercado financeiro regulado dos EUA possui diversos exemplos de autoridades e agências (estaduais e federais) e apenas pode ser entendido como o produto de sua história e cultura política.²³⁹

Apesar da excelente reputação construída e mantida pela SEC ao longo de sua existência, a agência foi alvo de diversas críticas voltadas à sua forma de atuação. Uma das principais críticas à sua atuação é de perspectiva econômica, envolvendo um de seus princípios basilares. Argumenta-se que a SEC teria se focado excessiva e substancialmente em matérias relacionadas ao *disclosure*, com foco paternalista na proteção de investidores, independentemente de noções igualitárias de justificação de custos e eficiência alocativa. Neste sentido, a agência norte-americana compõe sua defesa com base na maximização e alocação de recursos e riquezas no mercado de capitais com base em grupos de maior suporte político.²⁴⁰

Outra crítica constante à SEC está relacionada à forma de sua atuação: argumenta-se

²³⁸ GELLHORN, Ernest; LEVIN, Ronald M. *Op. cit.* Pp. 185 e 186.

²³⁹ “US Financial Market regulation takes place within a complex patchwork of authorities, state and federal, that can only be understood as a product of our history and political culture.” In GROTE, Rainer; MARAUHN, Thilo (Edição). *Op. cit.* P. 110.

²⁴⁰ COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Op. cit.* P. 13.

que a agência não vem adotando ou apoiando regras e políticas claras, independentes do valor agregado em planejamento e litígios²⁴¹. Este fato, somando-se à cultura de *Civil Law* originária dos EUA, faz com que muitas decisões emanadas pelas cortes e agências norte-americanas sejam prolixas e abstrusas, não pelo seu conteúdo, mas em vista da linguagem abordada e das referências a casos antigos. Para estrangeiros que estudam os casos da SEC e do Judiciário norte-americano, o entendimento de diversos conceitos e decisões fica dificultado, pois envolve o conhecimento prévio das decisões e dos antecedentes judiciais. Ainda vale ressaltar o fato de que o mercado de capitais norte-americano é um dos mais pulverizados do mundo – ou seja, possui companhias com a maior quantidade de acionistas registrada. Em comparação a diversos países em que a pulverização mercadológica não é uma constante, como o Brasil, este fator passa a ser uma diferença um tanto quanto radical.

²⁴¹ “Inevitably claiming that such an approach provides a ‘blueprint for fraud’, the Commission jealously seems to preserve the largest degree of discretion to sanction conduct that it determines, after the fact, to have been improper. One sees this in the Commission’s preference for making policy through no-action letters or enforcement, rather than through rulemaking, and in its cautious approach to the development of safe-harbor rules in areas of considerable statutory ambiguity”. *Ibidem*. Pp. 13 e 14.

VII. MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Conforme vimos no Capítulo V acima, a regulação é uma forma de intervenção estatal na economia, por meio de um agente regulador, implicando “o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre”²⁴².

No âmbito do mercado de capitais, os diversos instrumentos regulatórios instituídos pela legislação ao redor de todo o mundo servem para fornecer eficiência ao mercado, proteger os investidores, impedir a criação de grandes conflitos de interesses, evitar a concentração de poder econômico e instituir órgãos que tenham uma relação de maior confiabilidade com o público²⁴³. Portanto, é a forma do Estado intervir diretamente no mercado de valores mobiliários, para a sua proteção e estabelecimento de limites aos agentes que nele atuam.

Como vimos nos capítulos anteriores, até mesmo nos EUA, em que se verifica um mercado de capitais mais desenvolvido, a ideia da regulação estatal no mercado mobiliário é, de certa forma, uma ideia mais nova (assim como a própria existência de referido mercado). A regulação econômica, em seus primórdios, era inicialmente voltada à prestação de serviços públicos por particulares; com o passar do tempo, a regulação passou a influenciar, ainda, outros mercados (mesmo privados) que fossem alvo de crescente interesse público, como o de medicamentos, petróleo e gás, e o de valores mobiliários.

Isto quer dizer que, com o passar dos anos, o crescimento de diversos outros mercados e o aumento de sua importância para a economia nacional fez com que a regulação se tornasse cada vez mais natural e, certamente, necessária. Por um lado, o Estado manifesta a intenção de não eliminar o mercado em questão, tendo-se em vista sua importância para a economia do país; por outro lado, o Estado não deixa referido mercado funcionar de forma totalmente livre, sem restrições.²⁴⁴

²⁴² EIZIRIK, Nelson; *et al.* *Op. cit.* P. 15.

²⁴³ Conforme as diretrizes publicadas pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), os principais objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários são a proteção dos investidores, assegurar a criação e manutenção de mercados justos, eficientes e transparentes e a redução do risco sistêmico. *In* CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Op. cit.* P. 95.

²⁴⁴ EIZIRIK, Nelson; *et al.* *Op. cit.* P. 16.

Neste sentido, “a necessidade de regulação governamental de uma indústria, no contexto da moderna teoria econômica, surge sempre que há externalidades ou casos de imperfeição crônica na estrutura da indústria, sendo o caso mais evidente o de monopólios naturais, onde o mercado só comporta uma única empresa. A atuação do Governo pode se dar ou no sentido de promover o restabelecimento de uma situação competitiva (aplicação de regras para coibir a formação de monopólios privados) ou de intervir diretamente no mercado adotando regras específicas para certa indústria. A intervenção do Governo se justifica quando os custos de regulação forem mais baixos do que as perdas causadas pela situação de ineficiência na indústria.”²⁴⁵

Ao estudar a regulação do mercado e das atividades financeiras, faz-se referência a campos tipicamente explorados por agentes privados, cuja regulamentação é necessariamente sujeita a entidades públicas. A atuação da administração no mercado de capitais pode ser compreendida como um tipo de interferência estatal autoritária, tendo-se em vista o papel ordenador, e não fomentador, das atividades desenvolvidas pelos particulares²⁴⁶.

O mercado financeiro brasileiro é regulado pelo SFN, o qual reúne alguns órgãos e poderes para atuação em cada segmento mercadológico específico. Desta forma, passaremos a estudar o macro (mercado financeiro – SFN) para, em seguida, estudar o micro (mercado de capitais – CVM), objeto final do presente trabalho.

7.1. Prática da Regulação – SFN

O SFN é composto por quatro segmentos principais – o de crédito, o de câmbio, o monetário e o de valores mobiliários.

De acordo com o Art. 192 da Constituição Federal, o SFN, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por

²⁴⁵ CASTRO, Hélio O. Portocarrero de; EIZIRIK, Nelson Laks. *Op. cit.* P. 78.

²⁴⁶ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* P. 181.

leis complementares as quais disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

Pode-se passar a melhor compreender um “complexo sistema financeiro” nacional a partir do momento em que as estruturas hierárquicas regulatórias e a forma de atuação de cada agente participante do mercado são estudadas²⁴⁷. Neste sentido, para entender o papel de cada agente atuante no mercado de capitais, deve-se estudar a organização interna e externa de cada um dos agentes econômicos.

Isto quer dizer que se deve estudar o funcionamento da regulação local, de forma que cada complexo financeiro nacional seja mais bem compreendido, partindo-se do princípio da definição de regulação, conforme exposto nos capítulos acima.

O SFN brasileiro, base macro do presente estudo, é composto por diversas instituições financeiras, tanto públicas quanto privadas. Uma das principais funções do SFN é viabilizar “a relação entre agentes carentes de recursos para investimento e agentes capazes de gerar poupança e, conseqüentemente, em condições de financiar o crescimento da economia”²⁴⁸. Neste sentido, o SFN possui importante papel para a economia brasileira e, logicamente, o desenvolvimento do seu mercado de valores mobiliários.

Isto por que o mercado de capitais, regulado por órgãos criados dentro do SFN, vem assumindo um papel cada vez mais relevante no desenvolvimento econômico dos agentes de mercado em geral, sendo um verdadeiro “municipador” de recursos permanentes para a economia. O mercado de valores mobiliários tenta suprir as necessidades de investimentos de agentes econômicos por meio das mais diversas modalidades de financiamento²⁴⁹.

Dentro do SFN, encontramos alguns órgãos de suma importância para os mercados de capitais e bancário do país. O CMN, órgão normativo máximo do SFN brasileiro, é responsável pela formulação da política da moeda e do crédito, objetivando atender aos interesses econômicos e sociais do país. Neste sentido, o CMN possui atividades

²⁴⁷ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* Pp. 175 e 176.

²⁴⁸ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2001. P. 66.

²⁴⁹ *Ibidem*. Pp. 111 e 112.

deliberativas e normativas referentes à administração da moeda e à conformação dos mercados sob a sua tutela (mercado bancário, mercado de capitais, atividades securitárias e previdência privada)²⁵⁰.

De acordo com a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a política do CMN objetiva:

- (i) a adaptação do volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;
- (ii) a regulação do valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;
- (iii) a regulação do valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;
- (iv) a orientação da aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;
- (v) o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;
- (vi) a atuação pela liquidez e solvência das instituições financeiras; e
- (vii) a coordenação das políticas monetária, creditória, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

O BACEN, por sua vez, é o supervisor prudencial do SFN, representa o poder executivo das políticas traçadas pelo CMN – exerce atividades sobre as instituições bancárias ou de crédito no país, assim como sobre os conglomerados financeiros.

²⁵⁰ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* P. 245.

O BACEN possui competência para fiscalizar e disciplinar os segmentos de crédito, o monetário e o de câmbio dentro do âmbito do SFN, possuindo as seguintes funções²⁵¹: (i) fiscalização e disciplina do mercado financeiro brasileiro – na medida em que define regras, limites e condutas das instituições participantes do mercado; (ii) atuação como banco de penalidades e gestor do SFN, em vista da expedição de normas e autorizações e da promoção do controle das instituições financeiras e operações; e (iii) execução da política monetária criada pelo CMN.

O SFN possui diversos outros órgãos regulamentadores e fiscalizadores do mercado bancário e monetário – sendo o CMN e o BACEN os seus principais atores. Todavia, vamos partir ao estudo do mercado de capitais, segmento do SFN de grande importância, objeto de estudo do presente trabalho.

7.2. Mercado de Capitais Brasileiro

As origens da CVM remontam ao início de 1930, ano em que se começa a tentar compreender uma forma de evitar os desastres capitalistas como a Quebra da Bolsa nos EUA, em vista da ausência de normas de ordem pública que regulassem a circulação dos valores mobiliários²⁵². Conforme vimos acima, a regulação do mercado de capitais norte-americano mostrou-se de extrema importância a partir da crise de 29, tendo a Grande Depressão durado mais do que esperado, em vista da perda da confiança dos investidores no mercado²⁵³.

O mercado de capitais brasileiro nas décadas de 1960 e 1970 demonstrava-se extremamente embrionário – as maiores empresas brasileiras detidas pelo Estado ou por capital estrangeiro e o principal ativo na década de 60 era a caderneta de poupança, ativo mobiliário de renda fixa.

Em vista do estado de atraso do mercado de capitais brasileiro, começou-se a notar

²⁵¹ ASSAF NETO, Alexandre. *Op. cit.* Pp. 69 – 72.

²⁵² SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da Competência do CMN e da CVM no Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 108, outubro/dezembro 1997. P. 105.

²⁵³ SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 135. São Paulo: Malheiros, julho-setembro/2004. P. 139.

uma movimentação em direção ao aumento da presença governamental em referido setor da economia do país no final da década de 60. Por exemplo, em 1965, o advento da Lei nº 4.728 fez com que o mercado de capitais surgisse no Brasil – sendo a competência normativa e fiscalizadora dos mercados financeiro, de valores mobiliários, de títulos e de câmbio atribuída ao BACEN. O sistema de distribuição dos valores mobiliários era estabelecido pelas Bolsas de Valores coordenadas pelo CMN. Todavia, em vista da incorreção de estímulo para participação no mercado de capitais, assim com a fiscalização residual das operações, a confiança dos investidores no mercado continuou bastante fraca.²⁵⁴

Ato contínuo, foram dados diversos estímulos ao mercado brasileiro, por meio de concessão de benefícios, como os fundos desenvolvidos pelo Decreto-Lei nº 157/67, o qual implementou uma nova mentalidade, não mais ligada à renda primordialmente fundiária²⁵⁵, em vista de seu objetivo de concessão de incentivos fiscais à capitalização das empresas, o reforço de incentivos à compra de ações e a facilitação do pagamento de débitos fiscais.

Adicionalmente, na década de 70, após o surgimento da bolha especulativa e a consequente quebra da Bolsa, viu-se a necessidade de aumentar a credibilidade do mercado de capitais brasileiro, com regras melhores de proteção dos investidores, modernização de deveres de intermediários e emissores e criação de um órgão regulador autônomo²⁵⁶. A crise de 1971 convenceu a todos da necessidade de atribuir-se a outro órgão governamental as competências inicialmente outorgadas ao BACEN, para policiar o mercado de capitais brasileiro. Percebeu-se que a atribuição de cada vez mais imputações ao BACEN fez com que a fiscalização do mercado de valores mobiliários fosse delegada a um de seus departamentos internos, o qual não conseguiu desenvolver esta função de forma eficiente.²⁵⁷

Nota-se, aqui, que o contexto político-jurídico brasileiro passou a exigir um Estado regulador de atividades econômicas, não mais um Estado interventor na economia²⁵⁸. Isto quer dizer que referidas competências se abriu as portas à intervenção no domínio

²⁵⁴ SZTAJN, Rachel. *Op. cit.* P. 141.

²⁵⁵ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Müller. *Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964*. Direito e Economia – 30 Anos de Brasil. Série GVLaw. 2012. P. 197.

²⁵⁶ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Op. cit.* P. 65.

²⁵⁷ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES, José Luiz Pedreira. *A Lei das S.A.*, Renovar: Rio de Janeiro, 1992. P. 138.

²⁵⁸ GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1998: interpretação e crítica*. São Paulo: Malheiros, 2004. Pp. 148 a 151.

econômico, passando os agentes de mercado a fixar um conjunto de regras técnicas referentes à prestação de serviços públicos ou exercício de atividade econômica com base no interesse coletivo.

Em vista da maior intervenção do Estado na economia e no mercado financeiro brasileiro, o legislador percebeu a necessidade de criação de um programa legislativo que desse tratamento ao estímulo do mercado de capitais brasileiro e à sua fiscalização, para o seu desenvolvimento por meio de ofertas públicas de valores mobiliários emitidos pelas S.A.²⁵⁹

A partir disso, surge uma nova fase no mercado de valores mobiliários brasileiro²⁶⁰, na qual surgiu a CVM: órgão criado em vista das premissas de transparência, autorregulação e qualificação para o exercício de determinadas atividades no mercado. A sua lei criadora, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, pautou o exercício de suas funções no princípio da ampla divulgação de informações, atribuindo-lhe competência para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. Com a edição da MP nº 8, e a posterior conversão na Lei nº 10.411/02, a CVM passou a ser entidade autárquica em regime especial, ou seja, uma agência reguladora propriamente dita²⁶¹.

A CVM sempre foi estritamente vinculada ao Executivo, não possuindo quase autonomia alguma. Com o passar dos anos, foi transformada em uma autarquia “especial” vinculada ao Ministério da Fazenda – passando, então, a ser uma forma de intervenção indireta do Estado na economia do país.

O exercício do poder regulatório da CVM objetiva, primordialmente, a eficiência do mercado de valores mobiliários e a confiabilidade dos investidores em referido mercado, condições fundamentais para assegurar o seu regular desenvolvimento²⁶². A regulação leva em consideração os fundamentos de interesse público, confiabilidade, mercado eficiente e

²⁵⁹ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Op. cit.* P. 101.

²⁶⁰ FONSECA, Herculano Borges da. *O Papel da Comissão de Valores Mobiliários na Economia Brasileira*. Revista da Comissão de Valores Mobiliários, v. 1, nº 1, 1983. P. 7.

²⁶¹ EIZIRIK, Nelson; *et al.* *Op. Cit.* P. 260.

²⁶² A CVM teve o papel primordial de disseminar informações no mercado de capitais, almejando o seu bom funcionamento, assim como fiscalizar e regular as políticas públicas estabelecidas pelo CMN. *In* FONSECA, Herculano Borges da. *Op. cit.* P. 7.

livre, competitividade e proteção ao investidor.²⁶³

As competências da CVM são divididas da seguinte forma: (a) regulamentação das matérias expressamente previstas na Lei nº 6.835/76 e na LSA; (b) administração dos registros instituídos pela Lei nº 6.835/76; (c) fiscalização permanente das atividades e dos serviços do mercado de valores mobiliários, inclusive quanto à divulgação de informações; e (d) fiscalização das companhias abertas, priorizando aquelas que não apresentem lucro ou não paguem os dividendos obrigatórios. Referidas competências têm como finalidades principais:

- (i) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- (ii) promover e assegurar a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários;
- (iii) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra emissões irregulares e atos ilegais dos administradores e controladores de companhias e administradores de carteira;
- (iv) prevenir o uso de informação relevante não divulgada ainda ao mercado;
- (v) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação mercadológica; e
- (vi) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado.

Ainda, a CVM possui a incumbência de instaurar processos administrativos para apurar infrações às normas legais e editadas pela autarquia, assim como quaisquer outras cujo cumprimento seja fiscalizado pela mesma, aplicando as penalidades previstas quando aplicável.²⁶⁴

Por fim, cabe, ainda, à CVM promover medidas incentivadoras à canalização das poupanças ao mercado acionário, estimulando a eficiência e regularidade do funcionamento das bolsas de valores e instituições operadoras do mercado de capitais. Neste sentido, a CVM

²⁶³ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. *Notas sobre o Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Nº 34, Ano 9, 2006. P. 81. Vide Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios. Voto CMN nº 426/78 aprovado em 21 de dezembro de 1978. Pp. 3 a 5.

²⁶⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *O Papel Regulador da CVM*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Nº 27, Ano 8, 2005. P. 39.

agencia a expansão dos negócios do mercado financeiro, dando uma proteção maior aos investidores. Alguns de seus principais objetivos envolvem a proteção aos investidores do mercado contra emissões ilegais e outros tipos de atos prejudiciais ao bom desenvolvimento do mercado de papéis, evitando manipulação de preços nos mercados primário e secundário de ações, além de fiscalizar movimentação e negociação de títulos emitidos²⁶⁵.

Quanto à participação do CMN no mercado de valores mobiliários brasileiro, conforme determinado pela Lei nº 6.385/76, competiria ao mesmo (i) definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; (ii) regular a utilização do crédito no mercado de capitais; (iii) fixar a orientação geral a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições; (iv) definir as atividades da CVM que devem ser exercidas em coordenação com o BACEN; (v) aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da CVM, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores; e (vi) estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor.²⁶⁶

Adicionalmente, de acordo com a legislação ainda em vigor, o CMN e a CVM exerceriam as respectivas atribuições legais previstas, de forma a (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 da BM&FBovespa e de balcão; (iv) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e 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

²⁶⁵ SECURATO, José Roberto; SECURATO, José Cláudio (Coord.). *Mercado Financeiro: Conceitos, cálculo e análise de investimento*. Saint Paul. 3ª edição. P. 58.

²⁶⁶ Art. 3º da Lei nº 6.385/76.

comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e (viii) assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo CMN.

Portanto, em vista do acima disposto, a CVM foi, inicialmente, criada como um órgão que regula condutas em geral no mercado de capitais brasileiro, de acordo com as orientações gerais do CMN – neste sentido, todas as atividades da CVM, i.e., normativas, fiscalizadoras e punitivas dos agentes participantes do mercado (conforme veremos no capítulo seguinte), seriam exercidas com base nas predisposições do CMN²⁶⁷.

Todavia, com o passar dos anos, a situação da CVM no mercado de capitais brasileiro foi alterando-se aos poucos. Mediante a ampliação gradual do conceito de valores mobiliários, o conceito de atribuições e competências reguladoras da autarquia também foi ampliado²⁶⁸. Com a promulgação do Decreto 3.995, de 31 de outubro de 2001, e da Lei 10.303, também de 31 de outubro de 2001, à CVM foram conferidas algumas atribuições anteriormente do CMN²⁶⁹ – ou seja, o poder do CMN sobre a autarquia foi minimizado.

Em outras palavras: o papel da CVM foi aumentado com o passar dos anos. Por exemplo, as próprias reformas da LSA fizeram com que a atividade consultiva ou de orientação da CVM ficasse mais clara, tendo-se em vista que se permitiu a análise de propostas de deliberações societárias pela autarquia, para que esta comunique a empresa a respeito de eventual violação de dispositivos legais e regulamentos por referida assembleia.²⁷⁰

Além dos órgãos reguladores do SFN, vale ressaltar alguns outros órgãos cujo papel de atuação é muito importante para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Há entidades privadas, chamadas autorreguladoras, cujos princípios básicos de atuação e responsabilidade estão ligados àqueles que norteiam os reguladores públicos. Referidos órgãos estão cada vez mais presentes e atuantes no mercado de capitais, tanto brasileiro

²⁶⁷ Art. 3, incisos III e IV da Lei nº 6.385/76.

²⁶⁸ EIZIRIK, Nelson. *O Colegiado da CVM e o CRSFN como Juízes Administrativos: Reflexões e Revisão*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34. P. 34.

²⁶⁹ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Op. cit.* P. 161.

²⁷⁰ ARAGÃO, Paulo Cezar. *A CVM em juízo: Limites e Possibilidades*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34. P. 41.

quanto mundial, em vista dos seus objetivos de preservação da integridade do mercado, perenidade financeira e proteção aos investidores²⁷¹.

A CVM, portanto, passou a ser o órgão regulador basilar do mercado de capitais. Um dos aspectos mais importantes da política de regulação da autarquia envolve a livre iniciativa e a economia de mercado que influenciaram o seu desenvolvimento. Na qualidade de órgão regulador, a CVM busca a maior eficiência e competição no mercado, assim como a adoção de diversas regras e regulações apartadas para aumentar a confiabilidade dos investidores no mercado, características que diminuem a necessidade de regulação e estimulam a criatividade das pessoas que nele participam.²⁷²

7.3. Conceito de Valor Mobiliário e a Regulação do Mercado de Capitais

O conceito de valor mobiliário é balizador da competência da CVM – dele decorrem as operações desenvolvidas no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Tendo em vista a natureza jurídica de agência reguladora da CVM, esta tem poderes para regular, fiscalizar e sancionar todas as atividades relacionadas à emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas e os serviços de consulta e análise de valores mobiliários, assim como a organização e o funcionamento das bolsas de valores, necessariamente ligadas ao conceito de valor mobiliário.²⁷³

O conceito de valores mobiliários já foi alterado diversas vezes pela legislação local, em vista do desenvolvimento das leis de países estrangeiros com mercados de capitais mais desenvolvidos. Antigamente, a legislação brasileira era influenciada, principalmente, pelos princípios franceses. Inicialmente, o Art. 2º da Lei nº 6.385/76 determinava que eram qualificados como valores mobiliários ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição, os certificados de depósito de valores mobiliários, e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do CMN.

²⁷¹ OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo. *Op. cit.* P. 226.

²⁷² CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Aspectos Regulatórios do Mercado de Capitais*. In BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysostomo de Oliveira (Org.). Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005. Pp. 217 e 218.

²⁷³ Vide Art. 1º da Lei nº 6.385/76. In EIZIRIK, Nelson; *et al.* *Op. cit.* Pp. 263 e 264.

Neste sentido, o Art. 1º da Resolução nº 1.723 do BACEN determina que são considerados valores mobiliários as notas promissórias emitidas por sociedades por ações, quanto destinadas à oferta pública. Seriam, ainda, valores mobiliários (a) as opções em bolsa (IN CVM 14), (b) direitos de subscrição, recibos de subscrição, (c) opções e certificados de depósitos (IN CVM 193), (d) certificados de investimentos audiovisuais (Lei nº 8.685), (e) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica (RCMN 2.405 e IN CVM 267), e (f) certificados de recebíveis imobiliários – CRI (Lei nº 9.514 e RCMN 2.517). Todavia, são excluídos do âmbito de fiscalização da CVM: (a) títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal, (b) títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (CDB) ou de aceite de instituições financeiras (títulos de crédito), conforme a Lei nº 6.385/76, e (c) notas promissórias emitidas por instituições financeiras, sociedades corretoras, distribuidoras e de arrendamento mercantil (Resolução nº 1.723 do BACEN).

Adicionalmente, a MP nº 1.637 determinou que os títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente também seriam considerados valores mobiliários, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Neste sentido, competiria à CVM expedir normas referentes a estes novos valores mobiliários, podendo a) exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; b) exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; c) dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no Art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976; d) estabelecer condições específicas para o exercício, no âmbito desse mercado, das atividades previstas no Art. 16 da Lei nº 6.385, de 1976, inclusive quanto a requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem nesse mercado; e) estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

Portanto, em vista do acima disposto, percebe-se que o conceito de valor mobiliário adotado pelo legislador brasileiro passou a ser mais abrangente, em vista da influência sempre presente e muito maior dos EUA, em contraposição ao conceito mais restrito, apresentado pelos modelos francês, inglês, belga, holandês e alemão²⁷⁴. Na França, os valores mobiliários receberam um tratamento mais sistemático – *valeurs mobilières*²⁷⁵ designa títulos emitidos pelas sociedades anônimas, representativas de participação nos lucros e na gestão da companhia (ações) ou de crédito contra ela (debêntures), passíveis de colocação em massa e negociadas em Bolsa de Valores²⁷⁶. Já na Inglaterra, as *securities* são as ações e debêntures; na Alemanha, os *Wertpapiere* são ações, partes beneficiárias, debêntures e títulos comuns de investimento; na Holanda, são ações, partes beneficiárias, obrigações emitidas pelas companhias e quotas dos fundos mútuos de investimento.

Diferentemente, nos EUA, as *securities* significam nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debenture, comprovante de dívida, certificado de participação em qualquer contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de *security*, certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito de subscrição ou opção referentes aos títulos e valores acima mencionados²⁷⁷.

Em vista da amplitude do conceito de valor mobiliário acima mencionada, os tribunais norte-americanos passaram a ser responsáveis por estabelecer, em cada caso concreto, o alcance do conceito legal de valor mobiliário²⁷⁸. Neste sentido, o primeiro caso em que se definiu o conceito de valor mobiliário não determinado anteriormente pela legislação é o caso do contrato de investimento: para aplicação do Securities Act, o contrato de investimento é todo o contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica

²⁷⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Administração de Empresas, v. 25, nº 2, 1985, Pp. 37-51. EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. Pp. 141 e 142.

²⁷⁵ Commission des Communautés Européennes. *Le Contrôle des marchés de valeurs mobilières dans les États membres de la Communauté européenne*. Bruxelles: Série Concurrence, 1981.

²⁷⁶ EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.* P. 145 e 146.

²⁷⁸ SEC vs. J. Howey & Co. e SEC vs. C. M. Joiner Leasing Corporation. *In* EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.* P. 143.

o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venha a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa²⁷⁹.

A digressão acima serviu para explicitar a fórmula utilizada como base pelo legislador brasileiro e a sua evolução com o passar dos anos. A priori, adotou-se um conceito mais restrito de valores mobiliários no país²⁸⁰; tanto o BACEN quanto a CVM eram responsáveis pela fiscalização de determinados valores mobiliários no Brasil²⁸¹. Todavia, com as alterações legislativas, pôde-se observar a influência do direito norte-americano, pois se afasta a enumeração dos tipos de valores mobiliários, passando a sua caracterização a possuir concepção mais ampla. Desta forma, o BACEN continuou a ser uma entidade voltada ao aspecto prudencial do mercado financeiro, na medida em que a CVM passou a ser responsável pela fiscalização do mercado de capitais e, até mesmo, de entes de autorregulação²⁸².

A falta de especificidade no conceito de valor mobiliário e a posterior adoção por um conceito mais amplo, gerou dificuldades ao mercado brasileiro no que se refere ao desenvolvimento dos mercados e a conseqüente necessidade de se entender os limites dos mercados de capitais e financeiro²⁸³. Com a adoção de uma definição mais abrangente de valor mobiliário, em vista da necessidade cada vez maior em proteger o público investidor, diante das oportunidades infundáveis de investimentos oferecidas e da precariedade de informações divulgadas, o papel da CVM de regulador do mercado de capitais foi, da mesma forma, ampliado.

²⁷⁹ SEC vs. C. M. Joiner Leasing Corporation. *Idem*. P. 144.

²⁸⁰ Neste sentido, "(...) a Lei 6.385/76 veio restringir-se ao campo específico dos valores mobiliários. Compete ao CMN estender os limites de atuação da CVM a outros títulos [de crédito] que, a critério daquele desde que emitidos por sociedades anônimas, possam ser considerados valores mobiliários.", *In* SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Op. Cit.* P. 102.

²⁸¹ EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia. *Ampliação do Conceito de Valor Mobiliário no Direito Brasileiro*. Revista da Comissão de Valores Mobiliários, n. 27, 1998.

²⁸² CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Op. cit.* P. 29.

²⁸³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n. 59. Revista dos Tribunais, 1985.

7.4. Competência e Poderes da CVM

Conforme acima ressaltado, em vista das leis mais recentes alteradoras da legislação instituidora da CVM e da LSA, a autarquia ganhou cada vez maior independência em relação aos demais órgãos do SFN nos últimos anos²⁸⁴. As atividades regulatórias da CVM foram reforçadas, em vista do aprimoramento das regras do seu processo administrativo sancionador, assim como as relações entre valores mobiliários e os participantes do mercado foram dilatadas, fazendo com que a atividade da CVM ficasse cada vez mais especializada²⁸⁵.

Por meio quer dizer que, assim como muitas outras agências da Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, a Lei nº 6.385/76 da CVM sofreu algumas alterações, principalmente no que tange ao poder de polícia administrativa da CVM sobre os participantes do mercado de valores mobiliários. Primeiramente, as alterações legislativas fizeram com que a atuação punitiva da autarquia fosse cada mais eficaz e flexível, com a previsão de penalidades bem mais severas (Art. 9º e 11), conforme veremos a seguir e na Seção 7.5.4 do Capítulo 7.5.

Em segundo lugar, foi introduzida a noção de termo de compromisso a ser firmado entre o acusado e a CVM, mediante o qual o acusado compromete-se a cessar a prática de determinados atos ou corrigir irregularidades, inclusive com a indenização de prejuízos, tornando mais eficazes os procedimentos sancionadores da CVM – Art. 11.

De acordo com o Art. 9º da Lei nº 6.385/76, os poderes de inspeção da CVM foram abrangidos, de forma a incluir, na amplitude de pessoas fiscalizadas, principalmente, as companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários. Ainda, em caso de suspeita fundada de atos ilegais, as respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum, e de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, também poderão ser fiscalizadas pela autarquia quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas²⁸⁶.

²⁸⁴ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* P. 202.

²⁸⁵ *Ibidem.* P. 221.

²⁸⁶ Itens “b” e “g” do inciso I do Art. 9º da Lei 6.385/76.

Desta forma, a CVM tem as prerrogativas de, em relação às entidades e pessoas acima mencionadas, (i) examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos (eletrônicos ou de qualquer outra natureza), bem como papéis de trabalho de auditores independentes, (ii) intimá-las a prestar informações, ou esclarecimentos, (iii) apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado²⁸⁷.

Em terceiro lugar, a legislação passou a incluir entidades de balcão organizado, semelhantes às bolsas de valores, autônomas, operantes sob a supervisão da CVM como órgãos auxiliares na fiscalização do mercado; desta forma, a CVM recebeu competência para regulamentar a negociação de valores no mercado de bolsa e de balcão organizado e não organizado²⁸⁸.

Ainda no sentido punitivo, a CVM é competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido, assim como os atos ou omissões relevantes praticados em território nacional²⁸⁹.

Quanto à aplicação das penalidades, a CVM poderá considerar o arrependimento eficaz, arrependimento posterior, a confissão do ilícito e a prestação de informações sobre a materialidade do ato cometido²⁹⁰.

Em vista do acima explicitado e do capítulo anterior, percebe-se que o Estado pode regular as atividades desenvolvidas no mercado de capitais por “direção” (estabelecimento de normas comportamentais mandatórias) ou por “indução” (criação de mecanismos premiais para estimular os agentes do mercado)²⁹¹ – atuações diretamente relacionadas à intervenção, conforme visto no Capítulo V acima. A regulação trata, portanto, da normatização, implementação de regras e fiscalização do cumprimento das regras pelos agentes participantes do mercado financeiro. São cinco os tipos de normas criadas pelo

²⁸⁷ Incisos I, III e V do Art. 9º da Lei nº 6.385/76.

²⁸⁸ Art. 21 da Lei nº 6.385/76.

²⁸⁹ Parágrafo 6º do Art. 9º da Lei nº 6.385/76.

²⁹⁰ Parágrafo 9º do Art. 9º da Lei nº 6.385/76.

²⁹¹ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* P. 180.

controle estatal:

- (i) normas proibitivas (que restringem a atuação dos agentes);
- (ii) normas atributivas (que legitimam a posição de um agente);
- (iii) normas conformadoras (que disciplinam as operações permitidas);
- (iv) normas processuais (que organizam os processos administrativos); e
- (v) mecanismos sancionadores (que punem os agentes atuantes em desconformidade com a legislação).

Vamos passar a tratar os principais poderes desenvolvidos pela CVM (normatização, prevenção, autorização, fiscalização e punição²⁹²), de forma a dissecá-los para melhor entender o papel de cada um deles. Determina a Constituição Federal Brasileira:

Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.
(grifos nossos)

A partir disso, deve-se ter uma noção bastante clara a respeito dos limites de atuação da CVM e dos preceitos e das capacidades atendidos (ou não) pela autarquia.

7.4.1. Poder Normativo

Com o princípio da separação dos poderes e a consequente atribuição de funções normativas ao poder Executivo, a CVM, assim como diversas outras autarquias, são dotadas de poder normativo. Desta forma, as entidades de caráter técnico passam a receber as funções do ciclo político, pois, ao serem instituições aptas a proferir rápidas e eficientes decisões de caráter técnico, com base em lei de conteúdo genérico. Isto quer dizer que, quando o Legislativo não é específico e não se revela suficiente quando promulga as leis especiais, a especialização das entidades incumbidas da expedição de caráter técnico é imprescindível.

293

²⁹² DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Op. cit.* Pp. 167.

²⁹³ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. *Op. cit.* P. 75.

A função normativa da CVM refere-se à competência para editar normas e julgar casos concretos. A competência híbrida da CVM faz com que a autarquia crie normas a fim de suprir lacunas – poder automaticamente recebido por uma autarquia, como representante do Poder Executivo em sua área de expertise. É por meio de deliberações, instruções normativas, notas explicativas, portarias, pareceres de orientação e atos declaratórios que a CVM disciplina as matérias relacionadas ao funcionamento do mercado de valores mobiliários e à BM&FBovespa.²⁹⁴

Conforme acima mencionado, a CVM estabelece legislação e normas apropriadas para estimular e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro. Compete à CVM regulamentar as matérias previstas na Lei nº 6.385/76, podendo publicar projeto de ato normativo para recebimento de sugestões dos interessados e participantes do mercado, e convocada qualquer indivíduo que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas²⁹⁵. Adicionalmente, o papel normativo da CVM no que se refere às companhias abertas é de extrema importância, devendo a mesma estabelecer regras de divulgação de informações, transações realizadas pelas empresas, prestação de informações e demais negociações de valores mobiliários (Parágrafo 1º do Art. 22 da Lei nº 6.385/76).

Além de regulamentar a vida das companhias abertas, determina o Art. 18 da Lei nº 6.385/76 que a CVM tem o poder de editar normas gerais sobre:

- (a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades regulamentadas e dependentes de autorização da autarquia, assim como respectivos procedimentos administrativos;
- (b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários;
- (c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações

²⁹⁴ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Op. cit.* Pp. 165, 166 e 168.

²⁹⁵ Inciso I e Parágrafo 3º do Art. 8º da Lei nº 6.385/76.

- com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;
- (d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão;
 - (e) número de sociedades corretoras, membros da BM&FBovespa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da BM&FBovespa;
 - (f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso;
 - (g) condições de realização das operações a termo;
 - (h) condições de constituição e extinção da BM&FBovespa, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento.

Ainda de acordo com o Art. 18, cabe à CVM definir (a) as espécies de operação autorizadas na BM&FBovespa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações; (b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores; e (c) as normas aplicáveis ao registro de operações a ser mantido pelas entidades do sistema de distribuição.

O exercício dos poderes para disciplinar o mercado possui fundamento na delegação de poder legislativo – com base nos limites estabelecidos pela lei. Todavia, o tratamento da disciplina do mercado de capitais envolve, necessariamente, a adaptação de teorias antigas de delegação de poderes.

O poder normativo outorgado às agências reguladoras pelo Executivo foi alvo de muita polêmica, pois o poder das agências seria uma forma de violar a separação dos

poderes, pois se daria o poder de legislar a um órgão executivo. “A questão do poder normativo exercido por órgão do Executivo – e em particular pela CVM – relaciona-se, numa perspectiva problemática, com os princípios tradicionais da separação e da indelegabilidade de poderes”²⁹⁶. Ao mesmo tempo em que se começou a estudar e compreender a teoria da separação dos poderes, surge a ideia de que os poderes são indelegáveis – cada poder, mesmo delegado (pelo povo), não pode ser legitimamente redelegado a qualquer dos outros poderes.

Referida discussão é inserida em um contexto político amplo, de redefinição do papel do Estado no domínio econômico, nascendo as agências reguladoras (como a CVM) em um contexto de Estado regulador, e não mais interventor²⁹⁷.

Todavia, o argumento contrário à problemática da delegação dos poderes executivos às agências reguladoras está no fato de que a separação dos poderes não deve ser tão rígida, nem a indelegabilidade absoluta. O funcionamento mais harmônico dos poderes está, justamente, na mescla entre eles: a partir do momento em que se percebe que algumas funções podem ser executadas de forma mais eficiente por outros órgãos, que não os executivos, há a delegação de funções.

A CVM, órgão disciplinador de importante setor da economia, precisa exercer o seu poder normativo, sem o qual ficaria de mãos atadas para agir – portanto, é investida de poder regulamentar *lato sensu*, “consistente na capacidade de expedir normas disciplinando sua própria atuação, orientando e instruindo os administrados que se encontram sob sua esfera de competência, restringindo-lhes as atividades quando isso se mostrar necessário”²⁹⁸, logicamente distinto do poder do Presidente da República.

O poder regulamentador da CVM pode ser notado, ainda, quanto à expedição de normas referentes à (1) emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, podendo definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que o mesmo poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor e, ainda, fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam

²⁹⁶ ROCHA, Bolívar B. M. *O Poder Normativo de Órgãos da Administração – O Caso da Comissão de Valores Mobiliários*. Revista de Direito Mercantil n. 64. P. 47.

²⁹⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. *Op. cit.* Pp. 69-84.

²⁹⁸ ROCHA, Bolívar B. M. *Op. cit.* P. 63.

instruir o seu pedido (Parágrafo 5º do Art. 19 da Lei nº 6.385/76), e (2) negociação dos valores mobiliários em Bolsa de Valores e no mercado de balcão organizado, podendo especificar os casos de dispensa, recusa, suspensão ou cancelamento de registros, a lista de documentos a serem fornecidos para obtenção de registro e casos de negociação simultânea de valores mobiliários (Parágrafo 5º do Art. 21 da Lei nº 6.385/76).

As resoluções mencionadas no Art. 11 da Lei 6.385/76 referem-se a decisões de conteúdo normativo e regulamentar da CVM – deliberações, pareceres, parecer de orientação, notas explicativas, portarias, atos declaratórios e instruções. As instruções da CVM são os únicos atos de natureza normativa expedidos pela CVM, regulamentando matérias expressamente previstas na Lei das S.A. e na Lei 6.385. Portanto, a aplicação de penalidades administrativas somente decorre de descumprimento da lei e das instruções da CVM – o descumprimento de deliberações, pareceres, parecer de orientação, notas explicativas, portarias e atos declaratórios não pode acarretar instauração de inquérito administrativo, por falta de previsão legal.

Diferentemente dos demais tipos de resoluções da CVM, as suas instruções possuem eficácia e coercibilidade caracterizadoras das normas jurídicas, constituindo, portanto, fontes do Direito e sendo aptas a fundamentar decisões não só na esfera administrativa, quanto na judicial.²⁹⁹

7.4.2. Poder Autorizativo

Quanto à função autorizadora, dispensa excessivos comentários. Vale ressaltar que a CVM atua em diversos casos e agentes do mercado. Ela autoriza registros de sociedades anônimas abertas, autoriza a emissão e distribuição de valores mobiliários, autoriza credenciamento de auditores, administradores, etc.³⁰⁰

7.4.3. Poder Preventivo

Além de normatizar, cabe à CVM prevenir a ocorrência de ilícitos no mercado de

²⁹⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 174.

³⁰⁰ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Op. cit.* P. 169.

capitais, resguardando os interesses dos investidores. Por exemplo – de acordo com o Parágrafo 1º do Art. 9º da Lei nº 6.385/76, a CVM poderá (i) suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores, (ii) suspender ou cancelar os registros das companhias, (iii) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado, e (iv) proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

Adicionalmente, os tipos de sanções e punições estabelecidas pela Lei nº 6.385/76, assim como as regras de emissão e distribuição de valores mobiliários e negociação em Bolsa de Valores ou balcão organizado, também têm o papel de prevenir possíveis futuras condutas fraudulentas, devendo, neste último caso, a CVM dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja sanção proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado (Parágrafo 4º do mesmo Artigo).

As consultas previstas no Art. 13 da Lei nº 6.385/76 também possuem papel preventivo – os agentes do mercado de valores mobiliários ou investidores poderão realizar consultas ou solicitar orientações da CVM a respeito dos assuntos regulamentados pela mesma.

Ainda, o Art. 124, Parágrafo 5º, inciso I da LSA permite à CVM aumentar o prazo de antecedência para publicação do anúncio de convocação da assembleia geral de companhia aberta, em virtude de negócios que apresentem grau de complexidade maior e, portanto, demandem maior prazo para análise dos documentos.

Isto quer dizer que, de forma a prevenir eventuais dúvidas e questionamentos relacionados ao assunto levado a debate em assembleia cuja complexidade seja maior, a seu critério, a CVM (após provocação de qualquer acionista da companhia) possui a faculdade de aumentar o prazo de antecedência da data de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia para até 30 (trinta) dias. Todavia, esta faculdade não é admitida caso a assembleia em questão já tenha sido convocada com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, desde que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas estejam à

disposição aos acionistas.³⁰¹

O inciso II do Parágrafo 5º do mesmo Artigo da LSA determina que o prazo de convocação poderá ser interrompido, a pedido de qualquer acionista, para realização de análise de propostas a serem submetidas à assembleia geral extraordinária. Neste sentido, qualquer acionista da companhia em questão poderá solicitar à CVM a interrupção do curso do prazo de convocação de assembleia geral por até 15 (quinze) dias, de forma que a CVM possa analisar as propostas a serem submetidas aos acionistas. A CVM terá, portanto, possibilidade de se manifestar a respeito da legalidade das deliberações propostas à assembleia até o término do prazo interrompido.³⁰²

Neste sentido, a CVM vem determinando que a interrupção do prazo de convocação somente deve ser deferida no caso de verificação de dilação probatória e existência de ilegalidades flagrantes³⁰³. Todavia, neste caso, mesmo tendo a CVM verificado deliberação em sede de assembleia geral que contrarie o seu entendimento, a autarquia não poderá fazer com que o seu entendimento prevaleça – neste sentido, poderá iniciar um processo sancionador, de forma a punir os agentes que agiram de forma considerada ilegal.

Adicionalmente, a CVM também dá segurança ao mercado de capitais, por meio de manifestações de entendimento, conforme determinado no Art. 13 da Lei nº 6.385/76: a

³⁰¹ Vide Art. 2º da IN CVM 372.

³⁰² Vide Art. 3º da IN CVM 372.

³⁰³ Processos CVM n. 2005/5203, em que é analisado o pedido de acionistas titulares de ações preferenciais de Ripasa S.A. Papel e Celulose para a interrupção da fluência do prazo para a realização de assembleia geral, que trataria sobre (i) a incorporação de ações de Ripasa por uma sociedade fechada (a Ripasa Participações S.A.), especialmente criada pelas duas companhias que recentemente adquiriram o controle de Ripasa (Votorantim Celulose e Papel S.A. e Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.), e utilizada como veículo para aquisição das ações ordinárias de emissão da Ripasa(1), e (ii) a cisão de Ripar, e a subsequente incorporação das sociedades resultantes da cisão por VCP e Suzano. De acordo com os acionistas requerentes, a operação implicaria em fechamento indireto do capital da Ripasa, com burla à regra legal que impõe, para esse fim, a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA), tendo sido inclusive previsto esse fechamento de capital em cláusula do acordo de acionistas celebrado pelos novos controladores; e as ações preferenciais de Ripasa, diante da redação do Estatuto da Companhia, fariam jus a participar de OPA por alienação de controle (tag along), nos termos do art. 254-A da LSA (que não foi realizada), tendo em vista serem-lhe assegurados, pelo estatuto, todos os direitos das ações ordinárias, menos o de voto. A CVM chegou à conclusão de que, em ambos os casos, discute-se, em verdade, a obrigação de uma realização de uma OPA (de fechamento de capital ou de tag along), e não a legalidade ou a ilegalidade das propostas apresentadas à AGE – neste sentido, nada que não se relacione com a legalidade ou ilegalidade das deliberações a serem tomadas em assembleia deve ser objeto de análise pela CVM no procedimento. Ainda, no Processo n. 2004/6498, determinou-se que a atuação da CVM limita-se à análise das propostas a serem submetidas à assembleia geral – não havendo qualquer irregularidade identificada a priori.

CVM manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.

A manifestação de entendimento é uma forma de a CVM divulgar aos agentes de mercado os seus entendimentos sobre diversos assuntos, opinando acerca da ocorrência de ilegalidades em casos concretos, ou em caso de violação de normas estatutárias ou contratuais. A manifestação de entendimento visa, portanto, a divulgação da interpretação da CVM a respeito de diversos assuntos de seu conhecimento, possuindo cunho interpretativo.³⁰⁴

7.4.4. Poder Fiscalizador e de Polícia

O poder de polícia é uma consequência do cumprimento dos deveres legais da CVM, a qual limita o exercício de direitos individuais em benefício da coletividade. Aqui, a CVM exerce função fiscalizadora das atividades do mercado, da transmissão de informações, etc.³⁰⁵

Determina o Art. 1º da Lei nº 6.385/76 que as atividades previstas em referida legislação serão disciplinadas e fiscalizadas pela CVM, competindo à última a fiscalização permanente das atividades e dos serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociado, ou ainda, fiscalizar e inspecionar as companhias abertas (com prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório) – incisos III e V do Art. 8º de referido instituto legal.

Portanto, pode-se dizer que cabe à CVM a fiscalização de todos os agentes do mercado de valores mobiliários – estão incluídas as companhias abertas, as companhias incentivadas, bem como quaisquer empresas que emitam publicamente títulos ou contratos de investimento coletivo. As instituições financeiras que realizem atividades de *underwriting* e de intermediação de valores mobiliários (corretoras, distribuidoras, bancos de investimento e bancos múltiplos) são também sujeitas à fiscalização da CVM, assim como

³⁰⁴ EIZIRIK, Nelson; *et al.* *Op. cit.* P. 274.

³⁰⁵ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Op. cit.* Pp. 167, 170 a 172.

as instituições que propiciam os locais públicos de negociação e que são legalmente obrigadas a fiscalizar a conduta de seus membros, como as bolsas de valores, a BM&FBovespa e entidades de balcão organizado. Por fim, incluem-se os administradores de carteiras de valores mobiliários, os fundos de investimento, os consultores de valores mobiliários e auditores independentes.

Adicionalmente, entra no âmbito do poder de fiscalização da CVM, ainda, a atividade consultiva e de orientação mencionada no Capítulo referente ao poder preventivo (Art. 13 da Lei nº 6.385/76) – a realização de consultas no mercado envolve, necessariamente, a inspeção da CVM acerca das operações e negociações nele realizadas. Neste sentido, a própria outorga de autorização pela CVM e a sua supervisão das Bolsas de Valores, da BM&FBovespa, das entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, nos termos dos Art. 16 e 17 da Lei nº 6.385/76, respectivamente, envolvem o poder de polícia da autarquia.

O poder de polícia de entidades advém do poder de regulamentar a matéria cujo objeto é fiscalizado. Portanto, o poder de polícia, assim como os demais, está necessariamente ligado a práticas ocorridas no segmento do SFN, mais especificamente, no mercado de valores mobiliários.

Neste sentido, a IN CVM 469/08 sujeitou a análise e verificação de documentos e arquivos a pessoas que estivessem fora do âmbito do poder de polícia da CVM, quando o envolvimento ficar comprovado no devido processo administrativo, asseguradas todas as garantias e, portanto, não se concebendo o poder de polícia arbitrário.

A função fiscalizadora da CVM é prevista no Art. 8º, III da Lei nº 6.385/76: a fiscalização permanente das atividades e serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações e as pessoas que dele participem é de competência da CVM. Neste sentido, o Art. 1º de referida lei determina que as seguintes atividades dos agentes de mercado são fiscalizadas pela CVM:

- I. a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II. a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;

- III. a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV. a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V. a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI. a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII. a auditoria das companhias abertas; e
- VIII. os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Adicionalmente, o Art. 8, inciso V, da mesma lei, determina que permite à CVM fiscalizar as companhias abertas³⁰⁶. É a forma de coibir e punir os agentes e condutas que sejam danosas ao mercado, devendo a CVM limitar a liberdade individual de empresas ou pessoas físicas em prol do interesse público.

Ainda, a CVM é habilitada a averiguar fatos, investigá-los e impor condutas com o objetivo de reprimir ou, até mesmo, prevenir danos aos investidores – conforme incisos do Art. 9º da Lei nº 6.385/76, os quais autorizam a CVM a (i) examinar registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos, etc.; (ii) intimar pessoas para a prestação de informações; (iii) determina a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações; (iv) requisitar informações de outros órgãos públicos; (v) apurar atos ilegais, aplicando as penalidades previstas; (vi) suspender ou cancelar registros; (vii) suspender a negociação de valores mobiliários; (viii) proibir a prática de atos prejudiciais ao funcionamento do mercado aos seus participantes; e (ix) divulgar informações ou recomendações, de forma a esclarecer ou orientar participantes do mercado.³⁰⁷

O Parágrafo 1º do Art. 9º do mesmo diploma legal determina que, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a CVM poderá (a) suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; (b) suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; (c) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; e (d) proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar,

³⁰⁶ ROCHA, Bolívar B. M. *Op. cit.* P. 66.

³⁰⁷ Art. 9º da Lei nº 6.385/76.

prejudiciais ao seu funcionamento regular.

Por fim, vale citar, ainda a possibilidade de apuração e punição condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido, e os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional (Art. 9º, Parágrafo 6º).

Desta forma, a CVM age imbuída de seu poder de polícia, permitindo a ordenação social e a submetendo aos princípios de legalidade, razoabilidade, moralidade, publicidade e impessoalidade. Neste sentido, o perfil evolutivo do poder de polícia permite antever suas características: primeiramente, é originário como um poder do Estado de ordenação social, limitando o indivíduo em prol do coletivo. Em segundo lugar, o poder de polícia se submete aos princípios da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e razoabilidade, de forma a não ser arbitrariamente exercido.³⁰⁸

“No exercício do seu poder de polícia, deve a CVM, necessariamente, dosar as penalidades, tendo em vista as suas finalidades; devem ser elas necessárias e suficientes à reprovação e à prevenção dos ilícitos”³⁰⁹. O poder de polícia é uma prerrogativa dos órgãos da administração direta do país, dentro de cada segmento de atuação. Desta forma, o poder de polícia da CVM é exercido especificamente em relação ao mercado de capitais, no qual são realizadas operações que não têm a natureza de negócios creditícios, mas que visam a canalizar recursos para as empresas, através de capital de risco, emissão e distribuição de ações. Essas transações, apesar de positivas para o desenvolvimento do mercado de capitais local, em vista dos riscos de mercado e de fraude envolvidos, estão sob constante poder de polícia da CVM.

Em vista do acima disposto, em seu trabalho de fiscalização, o órgão regulador deve se ater à legislação aplicável – todavia, fica a questão se a interpretação legal deve ser literal ou deve-se buscar uma interpretação mais ampla. Desta forma, nos deparamos, novamente,

³⁰⁸ CRETELLA JUNIOR, José. *Tratado de direito administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 1968. P. 51. EIZIRIK, Nelson; *et al. Op. Cit.* P. 276.

³⁰⁹ EIZIRIK, Nelson; *et al. Op. Cit.* P. 349.

com a hermenêutica jurídica, de forma a determinar se a lei precisa ser alterada (para “fechar brechas”) ou se é possível contorná-la através da interpretação.³¹⁰

7.4.5. Poder Punitivo

Além de normatizar, autorizar, prevenir e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, a CVM é competente para apurar e punir condutas fraudulentas cujos efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido, e cujos atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional (Parágrafo 6º do Art. 8º da Lei nº 6.385/76), podendo aplicar as infrações mencionadas (de forma genérica) no Parágrafo 1º de referido Artigo.

A CVM pode aplicar as seguintes penalidades³¹¹:

- I. Advertência: penalidade mais branda, no caso de infrações leves – é a repreensão do acusado, por escrito, comprovando a sua culpabilidade;
- II. Multa: sanção pecuniária sem caráter de composição dos prejuízos causados, com o teto máximo de R\$500.000,00, 50% do valor da emissão ou operação irregular ou 3 vezes o montante da vantagem econômica ou da perda evitada em decorrência do ato ilícito – neste sentido, deve a CVM fixar o montante da multa com base na situação econômica do acusado, na vantagem econômica obtida pelo infrator, na gravidade e repercussão do delito cometido e nas circunstâncias atenuantes e agravantes;
- III. Suspensão do exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, em caso de infração grave em virtude de cargo efetivamente ocupado ou exercido, não podendo o prazo máximo da suspensão exceder 90 (noventa) dias³¹²;
- IV. Inabilitação temporária do exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, por no máximo 20

³¹⁰ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *O Papel Regulador da CVM*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Nº 27, Ano 8, 2005. P. 38.

³¹¹ Incisos do Art. 11 da Lei nº 6.385/76. EIZIRIK, Nelson; *et al. Op. cit.* Pp. 340 a 349.

³¹² Em vista do silêncio das Leis n. 6.385/76 e 9.457/97 sobre o prazo máximo da suspensão, aplica-se o Art. 13 da Lei nº 8.112/90.

- (vinte) anos, apenas em casos de comprovação de infração dolosa às normas disciplinadoras do mercado de capitais – neste caso, a CVM deve levar em consideração a idade do infrator, de forma a evitar a aplicação de penalidades perpétuas;
- V. Suspensão ou cassação de autorização ou registro para o exercício de atividades, pelo prazo máximo de 20 (vinte) anos³¹³;
 - VI. Proibição temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, da prática de determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; e
 - VII. Proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Adicionalmente, a CVM poderá solicitar a suspensão de emissão ou distribuição que se esteja processando em desacordo com as regulamentações aplicáveis, particularmente quando: (1) a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro; ou (2) a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas.

No caso de reincidência de infração (ocorrência do mesmo ilícito novamente, após trânsito em julgado da decisão condenatória), poderá ser aplicada a multa nos termos do item I acima, até o triplo dos valores fixados, ou penalidades de suspensão, inabilitação, suspensão ou cassação de autorização ou registro, proibição de determinadas atividades ou operação para as entidades que dependam de autorização da CVM e proibição temporária de atuar em operações no mercado de valores mobiliários – Parágrafo 2º do Art. 11 da Lei nº 6.385/76.

Ainda, são consideradas circunstâncias atenuantes o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade – Parágrafo 9º do mesmo Artigo.

³¹³ Em vista do silêncio da Lei nº 6.385/76, aplica-se o prazo estabelecido pela Lei nº 9.457/97.

O arrependimento envolve, necessariamente, a desistência voluntária da prática do ilícito, o qual não é consumado ou o seu resultado não é produzido; ou, ainda, podendo ser posterior, envolvendo a reparação do dano antes de ser notificado da instauração do procedimento sancionador.

Vale lembrar que a CVM pode aplicar multas cominatórias a infratores de normas do mercado de capitais: de acordo com o Parágrafo 11 do Art. 11 da Lei nº 6.385/76, em vista da atuação preventiva da autarquia ao proibir os participantes do mercado de praticar determinados atos prejudiciais ao seu funcionamento regular (inciso IV do Parágrafo 1º do Art. 9º da Lei nº 6.385/76). Ainda, em vista da função preventiva da CVM, de acordo com o inciso II do Art. 9º da Lei nº 6.385/76, a autarquia poderá intimar participantes do mercado a prestar informações, sob pena de multa.

Referida multa não excederá a R\$ 5.000,00 (cinco mil reais) por dia de atraso no seu cumprimento e sua aplicação independe do processo administrativo – neste sentido, caberá recurso voluntário, no prazo de 10 (dez) dias, ao Colegiado da CVM, sem efeito suspensivo (Parágrafo 12 do Art. 11 da Lei nº 6.385/76).

7.4.5.1. Termo de Compromisso (“TC”)

O instituto do *consent decree*, do direito norte-americano, foi introduzido no tratamento de TC da CVM. O *consent decree* é um acordo homologado em juízo nos EUA, em vista de ação impetrada pelo Departamento de Justiça – é um acordo ajustado pelas partes que se comprometem a cessar a prática dos atos que poderiam ser considerados irregulares pelo governo, que se compromete a suspender a investigação enquanto houver cumprimento do acordo.³¹⁴ É um tipo de acordo, transação, entre as partes, que fazem concessões – a CVM deixa o *jus puniendi* de lado e o particular deixa de praticar o ato investigado.

A assinatura do TC tem o condão de suspender o procedimento, podendo ser

³¹⁴ SHAPIRO, Dorothy. *Lessons from SEC v. Citigroup: The Optimal Scope for Judicial Review of Agency Consent Decrees*. 2013. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2246033. SALOP, Steven C. *Modifying Merger Consent Decrees: An Economist Plot to Improve Merger Enforcement Policy*. Georgetown University Law Center, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2768143>. Ver EIZIRIK, Nelson; et al. *Op. cit.* P. 354.

realizado em qualquer fase do processo. Como a legislação de mercado de capitais não inclui o que deve conter o TC, devendo ser aplicada a legislação antitruste, a qual determina que os TC devam conter, basicamente, descrição das práticas alegadamente infratoras e o compromisso de cessação de tais atividades no prazo estabelecido.³¹⁵

Neste ponto, devem-se ressaltar as incoerências da redação dos incisos I e II do Parágrafo 5º do Art. 11 da Lei nº 6.385: primeiramente, os atos praticados pelos agentes de mercado não chegaram a ser considerados “ilícitos” pela CVM – o TC não importa confissão da matéria analisada, ou reconhecimento de ilicitude. Em segundo lugar, o inciso II inclui a obrigação de indenizar – não há responsabilidade sem dano, qualificação de prejuízos ou identificação de prejudicados quando da execução de um TC.

Todavia, a existência do TC na legislação já foi objeto de diversos questionamentos por parte da doutrina; afinal, a ordem pública no Brasil confere direitos indisponíveis e, portanto, não passíveis de transação, especialmente na esfera administrativa, em que há terceiros afetados³¹⁶. Com o passar dos anos, referidos questionamentos foram deixados de lado, pois, embora os dispositivos que tratam do poder de polícia da CVM sejam considerados de ordem pública, mesmo os interesses difusos ou coletivos podem ser objeto de transação, se constituir medida de interesse público.

Além de ser celebrado entre a CVM e os agentes de mercado, extrajudicialmente, há possibilidade de o TC ser executado judicialmente, desde que os requisitos formais sejam seguidos. No caso de descumprimento do TC, prevê-se punição por crime de desobediência – Parágrafo 7º do Art. 11 da Lei nº 6.385, retomando-se o procedimento administrativo anteriormente coordenado pela CVM. Neste sentido, Eizirik entende que se deveria aplicar entendimento análogo ao da legislação antitruste – punição por multa por dia de descumprimento, e não a configuração de crime de desobediência propriamente dito (já que a CVM não teria emanado ordem para caracterização deste tipo de infração)³¹⁷.

³¹⁵ Deliberação CVM nº 390, de 8 de maio de 2001. SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *Por que defender os termos de compromisso no mercado de capitais?* Disponível em <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/publicacoes-e-eventos/ArtigoAlexandreTC.pdf>. EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 268.

³¹⁶ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Op. Cit.* P. 114.

³¹⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. Pp. 273 e 274.

A proposta pelo TC deve ser realizada na fase de investigação preliminar ou até mesmo após a instauração do processo sancionador, tendo o acusado prazo de 30 (trinta) dias para apresentar a proposta completa do TC após a sua manifestação inicial. Assim que a PFE-CVM realizar a análise da proposta de TC, esta será submetida ao Comitê de Termo de Compromisso, o qual se manifestará acerca da oportunidade e conveniência da aceitação ou rejeição do TC ao Colegiado. Caso o Comitê entenda como conveniente, poderá negociar as condições do acordo com os proponentes, antes de apresentar seu parecer final.

Neste sentido, de acordo com o Parágrafo 7º do Art. 11 da Lei nº 6.385/76, o termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, cabendo à CVM fiscalizar o seu cumprimento, por meio da Superintendência competente e responsável pela matéria em questão. Assim que o TC for cumprido, o procedimento administrativo inicialmente instaurado pela CVM será arquivado, constituindo coisa julgada na esfera administrativa.

No caso de descumprimento dos termos do compromisso assumido com a CVM, como o TC é um título executivo extrajudicial, a CVM poderá ingressar com ação judicial, de forma a exigir o pagamento da quantia fixada como indenização, ou dar continuidade ao processo administrativo suspenso com a assinatura do TC.

7.4.5.2. Processo Administrativo Sancionador da CVM

O poder administrativo sancionador, na esfera do SFN e do mercado de capitais, é um reflexo do poder de polícia do Estado sobre as atividades praticadas pelos particulares – conforme o Art. 174 da CF. O processo administrativo sancionador da CVM é uma modalidade de processo administrativo, devendo obedecer às regras gerais estabelecidas pela Administração Pública, assim como as normas procedimentais estabelecidas em seus diversos normativos.

Em vista do acima, quando se fala no SFN ou no mercado de capitais, os poderes delegados por lei aos órgãos reguladores são geralmente bastante amplos – e, como vimos no capítulo acima, com o passar dos anos, passaram a ser cada vez mais amplos – exercendo a CVM a fiscalização permanente sobre as instituições e pessoas a ela submetidas.

Em contrapartida aos maiores poderes atribuídos à CVM pela legislação, principalmente no sentido de sanções e penalidades para ilícitos administrativos, o devido processo legal deve ser sempre obedecido pela autarquia quando da realização de julgamentos, assegurando, portanto, o direito de defesa aos acusados, em sua acepção mais ampla.

A própria CF estabelece a importância do devido processo legal – a sua repetição em diversos outros dispositivos legais reforça o seu caráter de direito subjetivo público. A doutrina entende que a amplitude da regra do devido processo legal constante no Art. 5º da CF é de tal magnitude que não pode sofrer restrições por parte da lei ou de autoridades administrativas. Em processos sancionadores, diferentemente dos judiciais, a administração pública acusa e julga – por tanto, é imprescindível rigor absoluto no atendimento dos princípios que asseguram ao administrado o amplo direito de defesa³¹⁸.

A atuação dos órgãos administrativos não seria, portanto, discricionária, mas sempre sujeita e vinculada ao devido processo legal, devendo as decisões administrativas sempre serem motivadas, com base na acusação, na defesa e nas provas apresentadas ao longo do procedimento.

Tanto no Judiciário quanto em sede de procedimento administrativo, ao acusado asseguram-se garantias materiais e processuais; materiais no sentido da aplicabilidade dos princípios da legalidade, irretroatividade das normas punitivas, tipicidade da conduta, culpabilidade do acusado e proporcionalidade das penas devem ser aplicados. Processual, no sentido de que os princípios processuais da presunção de inocência, prescrição de sanções administrativas, impossibilidade de aplicação de dupla penalidade, legalidade do procedimento e cabimento dos recursos também devem ser uma constante no processo administrativo. Neste sentido, assegurava a antiga redação do Parágrafo 2º do Art. 9º da Lei nº 6.385/76 o direito à ampla defesa dos acusados em processo administrativo da CVM.

Primeiramente, passaremos a tratar das **garantias materiais**. O princípio da reserva legal, também aplicável ao processo administrativo sancionador, determina que a CVM não

³¹⁸ EIZIRIK, Nelson; *et al.* Op. cit. P. 287.

poderá aplicar penalidades sem que a conduta seja previamente qualificada como ilícita, e desde que a penalidade seja predeterminada em norma legal. De acordo com o Art. 11 da Lei nº 6.385/76, a CVM possui competência para aplicar sanções não só aos infratores das leis que lhe incumbe fiscalizar, mas, também, em caso de descumprimento das normas editadas por ela, na forma de instruções, e sempre que definida uma infração grave nas respectivas normas (conforme seção abaixo a respeito do Poder Normativo da CVM).

Portanto, em vista do acima disposto, a tipicidade é outro princípio aplicado no procedimento administrativo da CVM – princípio mediante o qual não se poder punir condutas não previstas em lei (ou em normas expedidas pela CVM, conforme aqui estudado).

Todavia, vale ressaltar que a tipicidade no direito administrativo é menos rigorosa do que no direito penal, pois envolve o estudo de conduta econômica, relacionado à aplicação de normas incriminadoras em branco, assim como de *standards* jurídicos. A norma em branco é aquela que contém a sanção, mas depende de outra norma para determinação do seu conteúdo – são as normas infracionais em branco, cujo conteúdo é preenchível pela administração pública³¹⁹. Isto quer dizer que, em sede de procedimento administrativo, os padrões jurídicos a serem seguidos pelos administrados e a determinação de atuações ilegais, sujeitas a sanções, envolvem necessariamente a definição do conteúdo legal pela esfera administrativa.

Verifica-se que as normas utilizadas para regular situações econômicas, imediatas e concretas, como no caso do mercado de valores mobiliários, são normalmente “vagas em seus enunciados, imprecisas nos pressupostos e elásticas em suas determinações”³²⁰. A aplicação de penalidades administrativas em casos de alegações de descumprimento a *standards* legais é discutível, tendo-se em vista que está sujeita à discricionariedade do órgão administrativo. Adicionalmente, a discricionariedade da administração é reforçada tendo-se em vista que a tipicidade é caracterizada quando o indivíduo comete efetivamente um ato

³¹⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 140. PIMENTEL, Manoel Pedro. *Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional*. São Paulo: RT, 1987. P. 52. Orientação Jurídica Normativa nº 13/2010/PFE/IBAMA; *Legalidade da Regulamentação e da Enumeração de Multas*. EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 184 a 186.

³²⁰ LEAES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*. São Paulo, RT, 1982. P. 68.

ilegal, tendo conhecimento de que sua conduta é punível. Portanto, de forma a sanar a existência de inúmeros tipos de ilícitos econômicos que deveriam ser objeto de conhecimento dos acusados, podendo envolver milhares de condutas nocivas, a administração utiliza os padrões genéricos, *standards* jurídicos, para analisar as condutas práticas e eventualmente aplicar as penalidades.

Todavia, logicamente, encontram-se diversas críticas à utilização dos padrões jurídicos de penalização no caso da esfera administrativa. Nos EUA, há diversas críticas relacionadas à adoção dos *standards* para os procedimentos administrativos: assim como outras agências governamentais, a SEC vem utilizando os processos sancionadores como oportunidades para estabelecimento de regras de conduta, preenchendo os vazios dos padrões legais de conduta em cada caso específico³²¹. Argumenta-se que a formulação de regras gerais de conduta mediante a solução de determinado caso produz, geralmente, decisões de má qualidade, pois os argumentos trazidos para o caso são mais restritos, e no processo regulamentar, as regras e os princípios que teriam sido descumpridos pelos acusados precisam ser, necessariamente, mais abrangentes.

Assim, não estando o *standard* preenchido pelas instruções e normas da CVM, a aplicação de penalidade poderá caracterizar abuso de autoridade, pois não será observado o princípio da tipicidade.

Outro aspecto analisado na esfera administrativa é a culpabilidade do acusado – a reprovabilidade de determinada conduta, tendo o agente consciência de sua ilicitude. A responsabilização objetiva é, portanto, inexistente na esfera do direito administrativo, tanto no âmbito do SFN quanto no mercado de capitais, existindo a última apenas em hipóteses de responsabilidade civil de estabelecimentos bancários³²². Desta forma, a aplicação de sanção administrativa pela CVM pressupõe, necessariamente, a caracterização do elemento intencional do infrator – culpa própria, concreta e individual.

Para caracterização da culpabilidade no âmbito do direito administrativo, deve ficar

³²¹ Conforme visto nos Capítulos IV e VI acima.

³²² Fonte: IBCG, *A Responsabilidade dos Administradores e o Dever de Diligência*. GT Interagentes, 2014, disponível em http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf. EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 195.

demonstrado que o acusado dispunha dos meios necessários e factíveis à fiscalização do seu subordinado (i.e., os acionistas de uma companhia aberta em relação ao seu administrador), sabendo que estava ele a praticar determinado ilícito, ou podendo saber, mediante o exercício da diligência proporcionada em vista de suas funções, omitiu-se do dever de fiscalizar, ficando caracterizada a *culpa in vigilando*³²³.

Adicionalmente, outro princípio aplicável tanto na esfera administrativa quanto na penal, é a proporcionalidade. Cumpre ao Estado dosar a penalidade aplicada de acordo com a conduta previamente analisada, objeto de estudo do processo penal ou administrativo – a pena deve ser necessária e suficiente para reprovação e prevenção do crime, estritamente necessária, idônea e proporcional aos objetivos perseguidos da atuação repressiva³²⁴.

Quanto às **garantias processuais**, no procedimento administrativo, assim como no processo penal, presume-se a inocência do acusado – é um direito subjetivo público do indiciado ou acusado, sendo da CVM o ônus da prova. Neste caso, assim como na esfera penal, o acusado pode ser vitimado de abuso de poder da autoridade, caso esta deixe de executar algum serviço que, por lei, está obrigada, ou negue ou retarde autorizações solicitadas pelo particular pelo fato de estar indiciado³²⁵.

Portanto, no curso de um inquérito administrativo, quando a CVM acusa alguém da prática de um ilícito, dever provar a prática do fato e a sua autoria, demonstrando a tipicidade e a culpabilidade do indiciado. Caso o acusado alegue causas excludentes de ilicitude, de tipicidade, antijuridicidade, extintiva de punibilidade, a CVM deverá analisar os argumentos utilizados, sendo o ônus da prova, neste caso, apenas do acusado.

Quanto à produção de provas, o seu acompanhamento é caracterizado como um direito subjetivo do acusado, em todas as etapas do processo administrativo sancionador; desde que as provas indicadas sejam pertinentes, a CVM poderá autorizar a sua produção.

³²³ PAS CVM nº 13/2000; PAS CVM nº 17/97. KLUG, Marcello; ANDRADE, Marcelo. *Sobre a responsabilidade dos administradores*. Fonte: Valor Econômico de 1 de abril de 2014. EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. Pp. 196 e 197.

³²⁴ EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 199.

³²⁵ REALE JÚNIOR, Miguel. *CVM e processo administrativo sancionador*. Valor Econômico, São Paulo, 05 de fevereiro de 2003.

Todavia, caso as solicitações para a produção de provas sejam consideradas como protelatórias, poderão ser negadas pela autoridade³²⁶.

Assim como no Direito Penal, o princípio do *ne bis in idem* também é plenamente aplicável na esfera do direito administrativo sancionador. Contudo, deve-se ter em mente que as instâncias civil, criminal e administrativa são independentes, podendo o acusado ser punido na esfera criminal e administrativa pelo mesmo fato, mas não podendo ser punido na esfera administrativa duplamente – i.e., punição instituída tanto pela CVM, quanto pelo BACEN pelo mesmo fato³²⁷.

Adicionalmente, o processo administrativo sancionador deve atender ao princípio processual da legalidade – o procedimento adotado pela CVM deve ser disciplinado e regulamentado em normas e instruções internas. Além disso, as fases de instrução e proferimento de decisão devem ser separadas funcionalmente, assegurando maior imparcialidade do órgão ou departamento encarregado. Em vista do acima disposto, a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) conduz todos os processos instaurados pela CVM, atuando em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada da CVM para preparo do relatório de acusação³²⁸.

Neste sentido, vale ressaltar que existem 2 (duas) modalidades de procedimentos administrativos sancionadores desenvolvidos pela CVM: o ordinário e o sumário, regidos respectivamente pelas Resoluções CMN n. 454/77 e 1657/89.

No rito ordinário, o inquérito é instaurado, contendo a indicação e individualização dos indiciados, a descrição dos fatos e a motivação (termo de acusação). Caso as áreas técnicas da CVM e o Superintendente Geral entendam que não há elementos suficientes de autoria e materialidade para realização do termo de acusação, é instaurado inquérito administrativo conduzido pela SPS e pela PFE (Comissão de Inquérito), as quais elaboram um relatório em conjunto para justificar a formulação da acusação, conforme acima mencionado.

³²⁶ EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 205.

³²⁷ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina. *Aproveitamento de atuação autorregulatória permite imposição adequada de penalidades*. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>.

³²⁸ Deliberação CVM nº 748 de 23 de dezembro de 2015. EIZIRIK, Nelson; *et al.* Op. cit. P. 291.

A Comissão de Inquérito é encarregada da instrução do processo, podendo propor inclusão de mais indivíduos no rol de indiciados. Concluída a instrução, a Comissão de Inquérito elabora um relatório neutro (incluindo a classificação do ilícito, exposição minuciosa dos fatos e classificação do crime)³²⁹. Caso as provas suficientes para a formulação da acusação não sejam obtidas, ou caso demonstrada inexistência de infração ou ocorrência de prescrição, o inquérito será arquivado.

Todavia, caso seja formulado o termo de acusação em vista do relatório apresentado pela Comissão de Inquérito, a PFE emitirá um parecer objetivo a respeito do relatório, analisando os requisitos dos Art. 6 e 11 da deliberação CVM 538/08. A partir disso, finalmente, os acusados serão intimados.

Da intimação, o acusado poderá apresentar sua defesa ou propor um Termo de Compromisso, exceto nos casos de irregularidades relacionadas à Lei nº 9.616/98 (Lei da Lavagem de Dinheiro). Apresentada a defesa, os autos e o relatório são encaminhados ao Colegiado, órgão com competência para julgar o caso; apresentada proposta de Termo de Compromisso, o Comitê de Termo de Compromisso analisará o caso e elaborará um parecer para posterior verificação pelo Colegiado.

Ao receber o relatório, o Diretor-Relator escolhido relatará o processo ou poderá determinar realização de diligências, a pedido dos indiciados. A partir disso, o relator provê o seu voto, o qual será apreciado pelo restante do Colegiado, podendo realizar o julgamento diretamente ou determinar diligências adicionais a serem providenciadas. O relator poderá participar das diligências adicionais indicadas por ele – este ponto é sujeito a críticas, pois a separação funcional das fases de instrução e proferimento de sentença não é obedecida. A partir disso, a decisão é proferida pelo Colegiado da CVM.

Já no rito sumário, trata-se de questões envolvendo infração de natureza objetiva a que se comine penalidade de multa pecuniária de até R\$100.000,00. Todavia, não se fala em responsabilidade objetiva neste caso, tendo-se em vista que, em procedimentos

³²⁹ Deliberação CVM nº 457, de 23 de dezembro de 2002. EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 227.

administrativos sancionadores, repele-se este tipo de responsabilização da esfera punitiva estatal³³⁰.

As hipóteses de instauração de rito sumário são previstas taxativamente na IN CVM 251/96 – neste sentido, analisam-se apenas os fatos que tenham caracterizado o ilícito administrativo, sendo o procedimento julgado diretamente pela Superintendência.

No caso da CVM, caberá, ainda, pedido de reconsideração ao Colegiado da CVM, mediante apresentação de novos argumentos pelos acusados. Note-se que, aqui, o fundamento para a aceitação do pedido de reconsideração reside no reconhecimento, pela entidade administrativa, da inconveniência da decisão tomada, por não ser a mais justa, adequada ou consentânea ao interesse público³³¹.

Quanto às sanções, a Lei nº 9.457 deu nova redação ao Art. 11 da Lei nº 6.385 visando aumentar a severidade das sanções aplicáveis depois de realizado o processo administrativo e apurado o ilícito. Neste sentido, a alteração deixou o elenco de pessoas que podem ser punidas mais claro no caso de suspensão (inciso III do Art. 11 de Lei nº 6.385): suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM.

Adicionalmente, a Lei nº 9.457 fixou prazo máximo de 20 anos para aplicação da pena de inabilitação e explicitou os casos em que cabe a pena de cassação de autorização ou registro (incisos IV e VI, respectivamente, do Art. 11 da Lei nº 6.385). Referida legislação, ainda, introduziu a pena de proibição temporária no máximo de 20 anos para a prática de determinadas operações no mercado de capitais e introduziu a pena de proibição temporária no máximo de 10 anos para a operação no mercado de capitais (incisos VII e VIII de referido Artigo, respectivamente).

Quanto às multas, a Lei nº 9.457 aumentou o valor máximo fixo para R\$ 500.000,00, aumentou o percentual das multas de 30% para 50% do valor da emissão ou operação

³³⁰ IN CVM nº 545, de 29 de janeiro de 2014. EIZIRIK, Nelson; *et al. Op. cit.* P. 298.

³³¹ CRSFN teria sido criado em vista de o CMN não ter a competência exclusiva para atuar como segunda instância na esfera administrativa.

irregular e previu penalidade vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito (Parágrafo 1º do Art. 11 da Lei nº 6.385). Ainda, a legislação alteradora previu multas mais elevadas em casos de reincidência, além de atenuantes na aplicação das penalidades (arrependimento eficaz, arrependimento posterior e confissão) (Parágrafos 2º e 9º, respectivamente, do Art. 11 de referida Lei).

No exercício do poder de polícia, conforme veremos a seguir, a CVM deve dosar as penas, tendo em vista suas finalidades, devendo elas ser necessárias e suficientes para a reprovação e prevenção dos ilícitos – princípio da proporcionalidade das sanções. Se a CVM, ao aplicar as penalidades, desobedece ao princípio da proporcionalidade, caracteriza-se o abuso de poder³³², cabendo a anulação ou revogação da decisão do processo administrativo sancionador, ressalvada a apreciação judicial, nos termos da Súmula 473 o STF.

Adicionalmente, deve a CVM seguir o princípio da dosimetria punitiva, de forma a adequar a penalidade à hipótese concreta, assim como à situação econômica do acusado, no caso de imposição de multas.

Lembrando que a aplicação da multa proporcional não pode levar o condenado à insolvência ou ruína financeira, podendo caracterizar abuso de poder de autoridade, conforme acima exposto. A aplicação da pena de multa requer que o julgador atente para as condições socioeconômicas do apenado, assim como para o delito cometido, levando em consideração a gravidade, repercussão social, grau de culpa, intensidade do dolo, assim como atenuantes e agravantes³³³.

A pena de multa não goza de executividade própria – isto quer dizer que, caso seja definido um valor a ser pago pelo acusado a título de multa no âmbito do procedimento administrativo, na falta de pagamento, a CVM deverá pleiteá-lo judicialmente.

Ainda, cabe a suspensão temporária do direito de ocupar determinados cargos administrativos na empresa submetida ao poder de polícia da CVM ou a inabilitação por até 20 anos para o exercício dos cargos de administração de companhia ou instituição regulada

³³² EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 245.

³³³ EIZIRIK, Nelson. *A Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª Edição. Renovar. P. 250.

pela CVM. Referidas penas tratam-se de penalidades mais severas, aplicadas no caso de comprovação de infração dolosa às normas disciplinadoras do mercado de capitais.

Por fim, determina a legislação instituidora da CVM que, da decisão que cominar multa por dia de atraso no cumprimento de ordens da CVM, independentemente de instauração e decisão de inquérito administrativo, caberá recurso ao Colegiado da CVM, no prazo de 10 dias, sem efeito suspensivo³³⁴. Todavia, a inexistência de efeito suspensivo pode ensejar atuação arbitrária da CVM, pois, caso o Colegiado demore para julgar, a multa continuará incidindo, sendo aplicada sucessiva e injustamente ao acusado. Note que esta parte da Lei nº 6.385 é incompatível com os princípios que asseguram o devido processo legal e deveria, portanto, ser anulada. A Instrução da CVM n. 273/98 (já revogada) repetia, em seu Parágrafo 2º do Art. 2º, referida inconstitucionalidade.

Vale ressaltar, ainda, que, nos procedimentos administrativos, não há previsão de pena para o ilícito tentado e não concretizado.

Com base nas seções acima, fica claro que os poderes da CVM vêm aumentando com o passar do tempo. Todavia, fica a questão: qual o limite de atuação da autarquia?

Luiz Leonardo Cantidiano³³⁵ entende que a autarquia não está autorizada a realizar alguns atos específicos relacionados ao mercado de capitais. Determinados atos e negócios realizados no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro, como a destituição de administradores de fundos de investimento, o pagamento de dividendos, a implementação de reorganização societária, entre outros, seriam atos da competência e alçada do Judiciário, não podendo a CVM atuar quando não receber autorização legislativa para tanto.

Portanto, a autarquia não estaria autorizada a atuar de forma a anular atos societários já realizados – ela tem poderes para emitir opinião (de forma provocada ou não) a respeito de determinado ato ou fato, aplicar penalidades quando constatado inadimplemento da lei,

³³⁴ Parágrafo 12 do Art. 11 da Lei nº 6.385/76.

³³⁵ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *O Papel Regulador da CVM*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Nº 27, Ano 8, 2005. P. 39.

instaurar processo administrativo sancionador, etc. Contudo, a CVM não está autorizada a simplesmente anular um ato societário realizado e consumado.

7.5. Críticas

Como é de conhecimento geral, a origem da CVM é influenciada pela SEC norte-americana, na qual inequívoca e inegavelmente fomos buscar inspiração para a criação de nosso congêneres local³³⁶. Porém, conforme visto acima, o mercado de capitais brasileiro, desde sua criação, possui diversas diferenças com relação ao mercado de capitais norte-americano.

Na medida em que os estímulos favoráveis ao surgimento da SEC foram aflorados após a Quebra da Bolsa e a Grande Depressão, na década de 30, a CVM surgiu após o desmantelamento do “milagre brasileiro” e enfraquecimento do mercado de valores mobiliários local, na década de 70. Apesar de ser também um cenário de crise econômica, pode-se dizer que a fase pela qual o Brasil passava quando da criação da CVM era um tanto quanto mais “branda”.

Neste sentido, outro ponto a ser ressaltado é o fato de que, com a crise da virada do século XXI e a promulgação da SOX nos EUA, conforme visto nos capítulos anteriores, foram promovidas diversas mudanças quanto à responsabilização de executivos das companhias. Ainda, houve o aumento de independência de alguns administradores (Comitês de Auditoria e Conselhos de Administração), de forma a aumentar a fiscalização dos executivos e evitar os benefícios privados. Em contrapartida, no Brasil, o acionista controlador continua a ter a total atenção do legislador e reguladores: “talvez seja chegada a ora (*sic*) de admitir que a construção de um mercado financeiro sadio e desenvolvido não exclui a figura do controlador, ou de grupos de controle, responsáveis e preocupados com a geração de valor para todos os acionistas. (...) Companhias em que o acionista controlador concentra seus investimentos, elege administradores capazes, adota práticas de divulgação adequadas, e tem participação substancial no capital, alinhando seus interesses com os dos demais acionistas. Em suma: companhias de um mercado que não será construído à imagem

³³⁶ ARAGÃO, Paulo Cezar. *Op. cit.* P. 42.

e semelhança do americano, mas com o qual talvez devamos passar a sonhar”.³³⁷

Adicionalmente, ambas as agências reguladoras possuem uma diferença fundamental: enquanto a CVM lutou por quase três décadas para alcançar sua autonomia jurídica, a SEC nasceu como uma agência muito mais independente³³⁸. A CVM é ligada diretamente ao Poder Executivo, estando sujeita às legislações federais a respeito do mercado de valores mobiliários – aqui, prevalece a orientação de que a atividade econômica brasileira esteja diretamente subordinada ao Executivo, em obediência ao postulado do “estado-governo”³³⁹. Diferentemente, a SEC é o órgão supremo do mercado de capitais norte-americano sujeita ao Congresso norte-americano, sendo responsável por minutar e aprovar toda a legislação federal a respeito de referido mercado.

O mercado de capitais brasileiro está passando por uma crise desde a virada do século: a quantidade de bens e valores movimentados vem diminuindo, muitas empresas estão saindo da bolsa e os investidores se veem cada vez menos incentivados com os valores divulgados diariamente. Como consequência, as empresas acabam por procurar países cujos mercados de capitais são mais fortes para financiar seus projetos, como os EUA ou alguns países europeus. Todavia, as diferenças de legislação dos mercados mais fortes para os mais fragilizados, como o brasileiro, são claras: quando uma empresa fraudulenta é flagrada pela SEC, as multas podem chegar aos bilhões de dólares (como no caso da WorldCom em 2002, a qual recebeu a maior multa da história da SEC, de meio bilhão de dólares)³⁴⁰. As multas aplicadas pela CVM, apesar de altas, estão em patamar diferente das multas da SEC (por exemplo, a multa contra o Banco Santos, de cerca de R\$ 665 milhões, em 2008³⁴¹).

³³⁷ TRINDADE, Marcelo. *As novas regras dos EUA e o mercado de capitais no Brasil*. Revista Jus Navigandi, Teresina, ano 7, nº 60, 2002. Disponível em <https://jus.com.br/artigos/3417>. Acesso em 6 de janeiro de 2017.³³⁸
EIZIRIK, Nelson. *O Colegiado da CVM e o CRSFN como Juízes Administrativos: Reflexões e Revisão*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34. P. 33.

³³⁸ EIZIRIK, Nelson. *O Colegiado da CVM e o CRSFN como Juízes Administrativos: Reflexões e Revisão*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34. P. 33.

³³⁹ EIZIRIK, Nelson. *O Colegiado da CVM e o CRSFN como Juízes Administrativos: Reflexões e Revisão*. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais. Ano 9, v. 34. P. 33.

³⁴⁰ BRITO, Manoel Francisco. *O novo guardião do mercado*. Revista Exame, nº 816, 26 de abril de 2004.

³⁴¹ Fonte: Sabrina Valle, O Estado de S. Paulo, 29 Setembro 2010.

VIII. TRANSPLANTES JURÍDICOS

Vimos, nos Capítulos acima, diversos aspectos dos mercados de capitais dos EUA e do Brasil, que marcam suas principais diferenças e inconsistências históricas, sociais e econômicas. Apesar de o Brasil ter adotado um sistema de valores mobiliários baseado no norte-americano, há diversas falhas e lacunas socioeconômicas no mercado de capitais brasileiro que são necessariamente consequências da adoção de um sistema jurídico com uma história e vida diferentes da que vivemos no país.

Desta forma, como ponto final do presente trabalho, é importante analisarmos o que chamaremos de “transplantes jurídicos” e sua consequência nos mais diferentes mercados ao redor do mundo, de forma a melhor compreender por que o transplante do mercado de capitais norte-americano fez com que o mercado brasileiro, ao invés de se desenvolver com maior rapidez e prosperidade, fez com que o mercado fosse caracterizado como atrasado.

8.1. *Significado e Visões*

De acordo com o Dicionário de Inglês de Oxford, “transplante” quer dizer remover, reposicionar, mover para outro local, transportar para outro país, implicando, portanto, a alteração de localidade. No caso dos transplantes jurídicos, o que é transportado é a lei ou o sistema jurídico de um país a outro³⁴².

O transplante jurídico é um fenômeno de difusão de normas jurídicas entre as mais diversas regiões do globo; quer dizer que muito do direito de determinado país decorre da importação de normas vigentes em outras jurisdições, não de transformações do direito local em razão da evolução do país receptor ao longo do tempo. Alguns autores defendem a ideia de que todos os exemplos de transplantes jurídicos, ou seja, de códigos e normas resultantes de empréstimos de ideias ou regras de um período ou sistema jurídico diferente.³⁴³

³⁴² LEGRAND, Pierre. *The Impossibility of “Legal Transplants”*. 4 Maastricht J. Eur. & Comp., 1997. P. 111.

³⁴³ SMITS, Jan. *On Successful Legal Transplants in a Future Ius Commune Europaeum*. In A. Harding e E. Öricü, *Comparative Law in the 21st Century*. Grã Bretanha, 2002. P. 139.

Os transplantes legais são tão antigos quanto as leis³⁴⁴ – durante os últimos duzentos anos, registrou-se a ocorrência de três grandes transplantes legais: o primeiro, datado da época do imperialismo, através do qual a legislação francesa foi transplantada ao longo de toda a Europa, tendo sido a lei europeia ocidental subsequentemente transplantada para a América Latina, Ásia e África; em segundo lugar, os transplantes pós-2ª Guerra Mundial, quando os estados independentes passaram a utilizar legislações emprestadas das principais potências ocidentais; em terceiro lugar, após o colapso do sistema socialista na década de 1980, em que os países antigamente socialistas reconstruíram seu sistema legal com base nos modelos dos EUA e da Europa.³⁴⁵

Desta forma, percebe-se que os principais fatores impulsionadores dos transplantes jurídicos são o prestígio da jurisdição de onde veio o transplante e o interesse em reformas econômicas que melhorem a eficiência do país receptor. Adicionalmente, outro fator influenciador dos transplantes legais é a internacionalização das atividades financeiras e o surgimento de padrões de atuação “cross-border”, por meio dos quais há uma possibilidade de fuga dos controles locais, o que acaba por limitar a eficácia das estruturas regulatórias tradicionalmente adotadas em cada país.³⁴⁶

Quando se fala em transplantes legais, remete-se, naturalmente, à doutrina primeiramente introduzida por Alan Watson. Referido doutrinador era um verdadeiro otimista no que se refere à aplicação de legislação interfronteiras, pois entendia que a fonte mais fértil de desenvolvimento legislativo é a movimentação de regras entre países. As regras e instituições poderiam ser emprestadas de outros países, desde que as circunstâncias econômicas, sociais, geográficas e políticas aplicáveis fossem compatíveis – um transplante legal bem-sucedido, como de um órgão humano, crescerá dentro de seu novo corpo, e passará a ser parte de referido corpo, como se a lei ou instituição tivessem continuado a se desenvolver em seu corpo originário³⁴⁷.

³⁴⁴ BERKOWITZA, Daniel; PISTOR, Katharina ; RICHARDD, Jean-François. *Economic development, legality, and the transplant effect*. European Economic Review 47, 2003. P. 168.

³⁴⁵ *Ibidem*. Pp. 165 e 166.

³⁴⁶ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* P 193.

³⁴⁷ WATSON, Alan. *Legal Transplants: an Approach to Comparative Law*. Athens: University of Georgia, 1993. P. 27.

Isto quer dizer que, para Watson, o estudo da *Comparative Law* (sistemas jurídicos diferentes, os quais são comparados entre si), por envolver diversas definições e discussões jurídicas, as quais embarcam o conhecimento do relacionamento histórico entre sistemas legais ou entre regras de mais de um sistema, seria importante para definirmos se um transplante jurídico será bem-sucedido ou não.³⁴⁸

Na visão do autor, a *Comparative Law* envolve diversos perigos no que se refere ao empréstimo de legislações entre países. Primeiramente, um transplante jurídico por vir a ser superficial – uma coisa é conhecer detalhadamente um braço da lei de um sistema, mas conhecer a história de referido sistema e estabelecer uma ligação com o sistema receptor é de grande dificuldade. Este perigo está ligado, em segundo lugar, ao erro legislativo: o conhecimento da lei é algo delicado, sendo que há diversas deficiências linguísticas frequentes que impõem uma enorme barreira entre o estudioso do direito (o legislador) e seu objeto. Em terceiro lugar, há o perigo da sistematização: quando há um relacionamento entre dois sistemas jurídicos, sempre haverá um elemento considerável de seleção dos objetos de estudo (o ponto mais importante para cada estudioso), e a escolha das leis envolve deixar de lado conhecimento importante a seu respeito. Outro ponto a ser considerado é o fato de que, muitas vezes, os sistemas escolhidos para estudo não possuem um ponto em comum entre si, sendo que as conclusões do seu estudo não serão significativas, ou, ainda, o exame de referidos sistemas pode resultar em falhas ineficientes em vista da abordagem diferenciada adotada por cada jurista. Isto leva a outro e um dos maiores perigos da *Comparative Law* – o desejo de ver um padrão jurídico comum em todos os sistemas jurídicos divergentes.³⁴⁹

Todavia, a *Comparative Law* tem diversas virtudes destacadas por Watson. Primeiramente, a sua compreensão pode determinar a natureza da lei a ser adotada em determinado país, assim como especificar o desenvolvimento jurídico. Ainda, um transplante jurídico auxilia os juristas para que os mesmos possam reformar e entender de forma ativa o seu papel histórico e sua tarefa no desenvolvimento legislativo de seu próprio país – podendo visualizar até quando é razoável se emprestar de outros sistemas e de quais sistemas, e se é possível aceitar soluções estrangeiras com ou sem modificações, justamente por que a lei a ser emprestada já se desenvolveu, passou por momentos bons e ruins ao longo

³⁴⁸ *Ibidem*. P. 9.

³⁴⁹ *Ibidem*. Pp.10 a 12.

de sua história. O conhecimento sistemático de um sistema estrangeiro pode também ser de valor prático inestimável para um advogado cujo trabalho envolve características supranacionais ou um reformista legal procurando melhorar seu próprio sistema.³⁵⁰

Os transplantes legais foram tomando os mais diferentes formatos nos países do globo – alguns transplantes são impostos, na medida em que outros são parte de um processo de reforma legislativa voluntária. A realização ou imposição de formas de pensamento legislativo ou de instituições indicam que a propriedade de referidas leis e instituições deveria ter sido considerada, sendo que se chegou à conclusão de que modificações eram necessárias, levando em consideração práticas legais domésticas ou outras condições inicialmente adotadas pelo país de origem.³⁵¹

A forma de se transplantar uma lei é realizar a análise sensível das condições iniciais, avaliando-se o seu significado do que é emprestado e o desenvolvimento no país de origem. Desta forma, os legisladores alocarão recursos para aplicar e desenvolver a ordem legal, de forma a melhor adaptar a lei emprestada às necessidades locais; adicionalmente, quando se faz a adaptação correta de uma lei transplantada, os intermediários responsáveis pela aplicação e desenvolvimento da lei formal acabam por serem mais eficazes quando trabalham com uma lei compatível com o ordenamento jurídico preexistente.³⁵²

Um transplante jurídico, por ser mais rápido (do que um processo legislativo e institucional complexo) e fonte mais frutífera de nova lei (é um “produto testado no mercado” para os consumidores locais), muitas vezes, é a única forma de reforma legal para juristas ao redor do mundo. Além disso, os transplantes geralmente seguem uma história de colonização ou ocupação militar – motivação “política” – sendo naturalmente implementados nos países colonizados ou ocupados. Ainda, há alguns casos de regras transplantadas na pressa e sem a preparação adequada ou familiaridade com a operação da regra no país de origem (blind copy).³⁵³

³⁵⁰ *Ibidem*. Pp. 16 e 17.

³⁵¹ BERKOWITZA, Daniel; PISTORC, Katharina ; RICHARDD, Jean-François. *Op. cit.* P. 174.

³⁵² *Ibidem*. P. 174.

³⁵³ KANDA, Hideki; MILHAUPT, Curtis J. *Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*. Columbia Law School Working Paper No. 219, 2003. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=391821. P. 7. MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR,

Portanto, a interpretação e a adequação de uma lei objeto de transplante legal são imprescindíveis para o seu sucesso: é resultado da compreensão da lei que tenha sido condicionada a uma série de fatores de outro local ou de outra era.³⁵⁴

Pode-se dizer que a convergência é defendida no caso das proteções dos investidores, pois trata-se de uma área que tende a apresentar maior similaridade entre os sistemas jurídicos. Por outro lado, é possível criticar a convergência com base na limitação entre os sistemas jurídicos e o consequente desenvolvimento independente dos respectivos mercados de capitais – cada ordenamento jurídico é único, com base nos aspectos históricos e políticos de cada país, devendo ser independentes entre si para desenvolver suas próprias legislações e regulações.³⁵⁵

A Tese da Convergência Forte (*Strong Convergence Thesis*) prevê que a competição entre os diversos mercados forçará a convergência jurídica. Ou seja: com a globalização dos mercados e os diferentes sistemas de governança corporativa das empresas, uma luta darwiniana entre os diferentes sistemas jurídicos é inevitável, sendo que o formato de mercado mais eficiente será sempre a dominante. A posição rival mais moderna a referida tese, a Tese da *Path Dependence* postula que as instituições evoluem naturalmente ao longo de suas trajetórias, formadas por condições e pontos de partida preexistentes diferentes. Em suma, a história de cada sistema jurídico e de cada lei é importante, pois implica o desenvolvimento de cada instituição e a sua forma de ação, sendo que ser ou não eficiente não significa, necessariamente, triunfo.³⁵⁶

8.2. Falhas

Qual a definição de uma legislação transplantada bem-sucedida? É a utilização de

Katharina. *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World*. Chicago: University of Chicago, 2008. P. 209.

³⁵⁴ LEGRAND, Pierre. *Op. cit.* P. 115.

³⁵⁵ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança Corporativa e Novo Mercado: Proteção ao Investidor e Falhas no Marco Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012. Pp. 183 e 184.

³⁵⁶ COFFEE, JR., John C. *Convergence and Its Critics: What Are The Preconditions to the Separation of Ownership and Control?* Columbia Center for Law and Economics Working Paper No. 179, 2000. Disponível em http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=241782. P. 4.

uma lei importada da mesma forma que se usa e interpreta uma lei local para o assunto em comum. A falha de um transplante jurídico está na importação de uma regra cujo conteúdo é ignorado por agentes relevantes no país receptor, tendo como consequência a aplicação e a execução de forma não desejada. A falha está justamente na ausência da análise do cenário econômico do país que recebeu o transplante em comparação com o país de origem de referida legislação.³⁵⁷

Há teorias que defendem que transplantes os quais não comportam os aspectos culturais locais necessariamente falharão – todavia, referida observação é um tanto quanto ampla (e exagerada), pois o conceito de “cultura” é muito extenso. Uma teoria que defenda a verificação da demanda legal e a sua posterior adaptação (pós-transplante) é muito mais promissora.³⁵⁸

Um transplante pode ser falho quando há recursos escassos e instituições fracas, sendo a capacidade estatal limitada, com diversas divisões políticas e civis (como encontra-se em muitos países de baixa-renda). Tanto que a importação de modelos econômicos é um problema cada vez mais grave encontrado nos países em desenvolvimento em geral e os da América Latina, tendo-se em vista a discrepância das realidades econômicas do modelo econômico originário e da economia para a qual o mesmo é importado.

Nestes casos, a restauração da lei deveria ser a prioridade, mediante o estabelecimento de políticas econômicas especiais, com assistência técnica e financeira. Um país deve estar pronto para um transplante, o qual deve ser adaptado à realidade do país que decidir adotar a lei alheia – quanto mais incerto o cenário político e socialmente presente, menores serão as chances de sucesso do transplante.³⁵⁹

Todavia, apesar de todos os percalços envolvidos no transplante jurídico, isso não quer dizer que influências estrangeiras devam ser censuradas – assim como é difícil acreditar que as autoridades locais seriam suficientemente inteligentes para entenderem perfeitamente

³⁵⁷ KANDA, Hideki; MILHAUPT, Curtis J. *Op. cit.* P. 9.

³⁵⁸ MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. *Op. cit.* P. 208.

³⁵⁹ PEERENBOOM, Randall. *Toward a Methodology for Successful Legal Transplants*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1981887>. P. 3.

a lei estrangeira, também não se pode partir do predisposto que as autoridades locais seriam suficientemente obtusas a ponto de confundir completamente a lei estrangeira.³⁶⁰

Para criar um grau de triunfo nos países receptores, os transplantes legais precisariam criar um grau de uniformidade entre as leis do país importador e do exportador – um transplante falho seria em caso de inexistência de referida uniformidade ou, ainda pior, de ameaça à consistência jurídica do sistema importador.³⁶¹

Os culturalistas (*culturalists*), quando se referem aos transplantes legais, são um tanto quanto descrentes – ao embasarem sua teoria no ceticismo de Montesquieu de que as leis não podem atravessar fronteiras culturais, os culturalistas entendem que o espírito das nações e as suas leis são inseparáveis num contexto cultural, costumeiro, geográfico e político, sendo que a transferência de leis entre países é considerada perigosa. A lei não altera costumes e formas de vida, os quais são desenvolvidos e evoluem conforme cada país – as leis são artefatos culturais e espelham as necessidades da sociedade, sendo inaplicáveis em outros países.³⁶²

Ainda, outro motivo para a falha dos transplantes jurídicos é a língua – pode-se transportar um ser humano para uma cultura legislativa da mesma forma que se pode transliterar um texto sem diferenças de compreensão.³⁶³ Para que se possa “transportar uma única palavra sem distorção, precisa-se transportar a linguagem inteira que gira em torno da palavra. (...) para traduzir uma língua ou um texto sem mudar seu significado, precisa-se transportar sua plateia também ”.³⁶⁴

Isto quer dizer que uma das maiores dificuldades dos transplantes jurídicos está na língua adotada nos países – até mesmo a tradução de um livro de literatura fictícia, muitas vezes, possui diversas inconsistências, pois o autor de referido livro pensou em determinada ideia dentro de sua língua nativa. Todavia, a mesma ideia pode não funcionar igualmente na

³⁶⁰ SPAMANN, Holger. *Contemporary Legal Transplants — Legal Families and the Diffusion of (Corporate) Law*. Harvard Law School Public Law & Legal Theory Working Paper Series Paper No. 09-33. Disponível <http://ssrn.com/abstract=1411704>. P. 45.

³⁶¹ SMITS, Jan. *Op. cit.* P. 140.

³⁶² ATAR, Nursel. *The Impossibility of a Grand Transplant Theory*. Ankara Law Review, Vol.4, No.2, 2007. Pp. 185 a 187.

³⁶³ HOFFMAN, Eva. *Lost in Translation: A Life in a New Language*. London: Minerva, 1991. P. 16.

³⁶⁴ LEGRAND, Pierre. *Op. cit.* P. 117.

língua de tradução, sendo que as consistências acabam por ser inevitáveis, principalmente de culturas diferentes.

Não há possibilidade de se transportar um ser humano de uma cultura para a outra, pois uma única palavra, ao ser traduzida ou transliterada, fica distorcida, sendo necessário transportar a língua como um todo para que determinada instituição seja funcional³⁶⁵. A linguagem é um dos principais elementos de que não bem as ideias viajam entre os diferentes países³⁶⁶.

Donald Clarke é outro doutrinador que considera necessário comparar a lei a uma língua para mostrar a dificuldade – talvez impossibilidade – de conseguir transplantar normas e instituições de um sistema legal a outro: “studying the fate of a term or norm transplanted from our language or legal system to another can lead us to the realization that perhaps we didn’t understand the functioning of the term or norm in our own system as well as we thought we did.”³⁶⁷

A insensibilidade com relação a questões de heterogeneidade cultural e linguagem falha em justificar a propriedade local de conhecimento, sendo que um comparativista (defensor da convergência e dos transplantes legais) nunca deve deixar de enxergar a distância entre si mesmo e o estrangeiro. A melhor forma de se desviar das falhas nos transplantes jurídicos (evitá-las parece ser impossível) é permitir a percepção da visão de mundo do país que exporta a lei, assim como interpretá-la e verificar a sua utilidade no país que a importa (o qual, também, tem a sua própria visão do mundo).³⁶⁸

8.3. *Exemplos de Transplantes*

Conseguimos citar diversos exemplos de transplantes legais ao longo dos anos. A legislação chinesa recebeu um transplante de cunho capitalista em 1964 que mostrou o

³⁶⁵ HOFFMAN, Eva. *Op. cit.* Pp. 17 e 18.

³⁶⁶ SIEMS, Mathias M. *Legal Origins: Reconciling Law & Finance and Comparative Law*. McGill Law Journal. Vol. 52. P. 72.

³⁶⁷ CLARKE, Donald. *Lost in Translation? Corporate Legal Transplants in China*. The George Washington University Law School Public Law and Legal Theory Working Paper No. 213. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=913784>. P. 1.

³⁶⁸ LEGRAND, Pierre. *Op. cit.* P. 123.

quanto um transplante legal precisa ser adaptado à realidade do país. Por exemplo, no que se refere à organização societária (até então, inexistente no país), a inexistência de empresas *holding* em um mercado “iniciante” reflete a omissão de etapa importante do desenvolvimento de referido mercado.³⁶⁹

A legislação chinesa recebeu outro transplante em 1993, que deu origem à lei societária, com traços da legislação de Taiwan, da França, da Alemanha e do Japão. Conforme acima disposto, por motivos linguísticos, os legisladores chineses prestaram maior atenção à lei taiwanesa, a qual é um sistema originário da Alemanha e do Japão, que, após a 2ª Guerra Mundial, caiu na influência norte-americana. Como resultado, a lei societária chinesa passou por um mix de influências, as quais foram adaptadas para a realidade do mercado do país, resultando um transplante bem-sucedido.³⁷⁰

A adaptação de uma lei transplantada não quer dizer que referida lei foi alterada significativamente. Contudo, deve-se fazer uma escolha a respeito das leis alternativas existentes, com pesquisas de *Comparative Law* extensas antes da adoção do sistema legal estrangeiro, como ocorrido no Japão. O processo de transplante legal japonês começou com a reorganização do sistema judiciário nos anos 1870, através da qual alguns elementos ocidentais foram introduzidos (*case law* gradual e a posterior implementação de um código escrito). Os códigos civil e comercial foram modelados na legislação francesa, recebendo o código civil a adaptação final do código civil alemão, resultando em uma legislação favorável ao mercado japonês.³⁷¹

Países com uma história legislativa comum possuem um histórico familiarizado, sendo os transplantes legais facilitados. Por exemplo, a maioria dos países europeus traça sua origem legislativa no Império Romano, que incorporou centenárias práticas legais e elementos combinados de leis romanas com costumes. Todavia, nem todos os países europeus passaram pelo mesmo processo – a Espanha, por exemplo, codificou a lei romana no século XIII e suplementou as regras com ordens imperiais periódicas. Ainda, o país não

³⁶⁹ CLARKE, Donald. *Op. cit.* Pp. 3 e 4.

³⁷⁰ SIEMS, Mathias M. *Op. cit.* P.66. “Finally, I wish to raise a broader question that applies to all transplants from Western legal systems into the Chinese legal system: can any transplant from a legal system structured around the notion of rights flourish in the Chinese legal system? Possibly some can, but special circumstances must be present.” In CLARKE, Donald. *Op. cit.* P. 17.

³⁷¹ BERKOWITZ, Daniel; PISTORC, Katharina ; RICHARDD, Jean-François. *Op. cit.* P. 180.

desenvolveu princípios para implementação de empresas modernas ou um sistema elaborado de direito da propriedade. Isto quer dizer que os países latino americanos que sofreram influência espanhola foram expostos à herança cultural e legal romana, mas não ao desenvolvimento do direito privado, o qual foi deslanchado na Europa apenas a partir do século XIX.³⁷²

Como vimos, os transplantes legais são, muitas vezes, vistos como insensíveis ao ambiente do país importador. Um transplante, geralmente, significa ameaças ao sucesso legislativo por fatores sociais, políticos e econômicos.

De uma perspectiva de direito societário privado, o transplante de modelos e cláusulas contratuais no que se refere às transações de M&A, a maior parte dos transplantes são benéficos, pois envolvem contratos e negociações cuidadosamente selecionados e preparados para cada *deal*. Neste caso, as economias emergentes recebem vantagens por conta dos esforços contratuais de outros países³⁷³. Adicionalmente, neste sentido, no caso do transplante de modelos contratuais do direito privado de outras nações, os investidores são igualmente beneficiados, pois podem compreender com maior facilidade os direitos e as obrigações a que são sujeitos.

8.4. *Caso Brasil e EUA*

Com base nas Seções e Capítulos acima, as normas jurídicas do mercado de capitais são um campo fértil para os transplantes legais e para a difusão internacional como um todo, tendo-se em vista o caráter relativamente recente das normas jurídicas sobre mercado de capitais, sendo as mais antigas datadas das primeiras décadas do século XX. Desta forma, vê-se a repercussão da tentativa de reprodução de mercados de capitais bem-sucedidos em diversos países no exterior.

Neste sentido, percebe-se que o sistema jurídico norte-americano foi basilar e tornou-se referência no que se refere aos princípios e às regras de governança corporativa, tendo-se em vista que diversos países passaram a adotar suas regras de proteção aos investidores.

³⁷² *Ibidem*. P. 180.

³⁷³ AFSHARIPOUR, Afra. *Legal Transplants in the Law of the Deal: M&A Agreements in India*. UC Davis Legal Studies Research Paper Series No. 469, 2015. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2686718>. P. 3.

Adicionalmente, diversas nações adotaram ideais originários de sistemas de *Common Law* como forma de estimular os respectivos mercados acionários com baixo nível de pulverização.³⁷⁴

Apesar da adoção de ideais de um sistema mercadológico tão “evoluído”, percebem-se cada vez mais os prejuízos sofridos por mercados de países em desenvolvimento que adotaram normas e regras provenientes de estruturas empresariais bastante diferentes das locais. O exemplo tratado no presente trabalho, do Brasil, demonstra exatamente a inadequação das regras do mercado de valores mobiliários norte-americano à realidade brasileira³⁷⁵; por exemplo, nos Estados Unidos, a diluição de poder dos acionistas tem como consequência a promoção de cooperação entre sócios e a autonomia dos administradores, algo cuja aplicabilidade no Brasil é um tanto quanto utópica e, até mesmo, problemática.³⁷⁶

No Brasil, as primeiras grandes iniciativas de reformulação do mercado de capitais surgiram como resposta ao primeiro choque do petróleo, em 1975, em que se percebeu a necessidade de formação de conglomerados nacionais para se fazer frente à concorrência internacional. Ao identificar que as empresas brasileiras seriam incapazes de competir com empresas estrangeiras por conta da insuficiência de escala de produção, o governo brasileiro instituiu o II Plano Nacional de Desenvolvimento como tentativa de fortalecer o mercado brasileiro³⁷⁷.

Neste sentido, a legislação brasileira assumiu a grande concentração de poder do acionista controlador, a qual não foi acompanhada pela necessária e efetiva proteção dos demais sócios e interesses envolvidos. A lista de problemas sofridos pelos acionistas e investidores no mercado brasileiro com a reforma societária está longe de acanhada³⁷⁸, sendo

³⁷⁴ DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança Corporativa e Novo Mercado: Proteção ao Investidor e Falhas no Marco Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012. Pp. 180 e 181.

³⁷⁵ Pode-se argumentar que referida inadequação seria um reflexo da ausência de uma discussão aprofundada nos meios jurídicos a respeito dos institutos de Direito Societário e suas respectivas origens (advindas, ou não, de transplantes legais) quando do debate em 1975 e 1976 para a definição das Leis nº 6.404 e 6.385.

³⁷⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. Malheiros. 3ª Edição. Pp. 51 e 52.

³⁷⁷ CARVALHOSA, Modesto. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Paz e Terra. 2ª Edição. 1977. P. 146.

³⁷⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.* Pp. 53-57.

os principais problemas relacionados à dicotomia entre as teorias contratualistas e institucionalistas³⁷⁹ e a problemática envolvendo os direitos dos minoritários³⁸⁰.

Em vista da problemática acima exposta e da ineficiência da lei societária (até mesmo com todas as reformas da lei societária propostas até o ano de 2001), surge uma nova tentativa de solução contratual dos problemas das sociedades anônimas brasileiras – o Novo Mercado³⁸¹. O Novo Mercado foi uma solução adotada e coordenada pelo órgão regulamentar delegado (BM&FBovespa³⁸²), demonstrando a persistência do jurista brasileiro com soluções contratuais, não institucionais.

As bases do Novo Mercado envolvem a informação completa dos acionistas, o reforço das garantias patrimoniais dos minoritários no momento da saída da sociedade³⁸³, e as proteções estruturais, não inspirados pelo princípio cooperativista, as quais auxiliam a persegui-lo ao permitir o enfraquecimento do poder do controlador (*i.e.*, a previsão de existência de apenas ações ordinárias – controle único passa a ser mais caro, pois obriga o controlador a despendar mais, caso queira manter o controle; e a resolução de conflitos por arbitragem – permitiu o exame do mérito das reuniões assembleares, não realizado pelo

³⁷⁹ A comunhão de interesses sociais comprova o caráter associativo das sociedades, baseadas no princípio da cooperação entre os sócios. Neste caso, a existência de acordos de acionistas é reforçada, entretanto, a incapacidade de garantir-se um clima cooperativo entre os sócios, pois a cooperação é introduzida contratualmente pelos acordos, quase que de forma “forçada”, sem os quais não se é possível estabelecer uma relação duradoura entre os sócios, em vista da ausência de cooperação.

³⁸⁰ Reforçando a defesa dos direitos de informação e de recesso, sendo que os minoritários apenas teriam liquidez garantida no caso de cessação de investimentos, sendo a solidez do investimento minoritário questionável ao longo da vida útil da sociedade brasileira.

³⁸¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.* Pp. 57-59.

³⁸² A BM&FBovespa não tem poder para regulamentar S.A., de acordo com a Resolução CMN 2.690, de 2000. Então, as empresas aderem ao seu Regulamento.

³⁸³ Ver Artigos do Regulamento do Novo Mercado:

11.1 Saída. A Companhia poderá sair do Novo Mercado a qualquer tempo, desde que a saída seja (i) aprovada previamente em assembleia geral de acionistas, exceto nos casos de saída do Novo Mercado por cancelamento do registro de companhia aberta, e (ii) comunicada à BM&FBovespa por escrito com antecedência prévia mínima de 30 (trinta) dias.

11.2 Oferta pelo Acionista Controlador. Quando a saída da Companhia do Novo Mercado ocorrer para que os valores mobiliários por ela emitidos passem a ter registro para negociação fora do Novo Mercado, o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BM&FBovespa e divulgada ao mercado imediatamente após a realização da assembleia geral da Companhia que houver aprovado a referida saída

judiciário, auxiliando a compreensão do conflito de interesses³⁸⁴). Neste sentido, percebe-se a cada vez mais forte presença de ideais provenientes do sistema norte-americano.

Adicionalmente, outro ponto que demonstra o estranhamento da importação do modelo norte-americano é a adoção das “agências” no mercado financeiro – primeiramente, os reguladores de mercado financeiro e de capitais brasileiro surgiram no final dos anos 60 – quando não se falava em “agências”. Em segundo lugar, a agência do mercado de capitais brasileiro passou a possuir uma natureza jurídica um tanto quanto confusa: é uma autarquia integrante da Administração Pública descentralizada; todavia, possui um rótulo diferenciado, como autarquia “especial”, o que “nada significa juridicamente, constituindo mero rótulo para contrapô-la ao regime geral das entidades autárquicas, permitindo que tais entidades, embora integrantes da administração pública, tenham autonomia financeira e orçamentária”³⁸⁵. Esta nomenclatura, dentre as demais características mencionadas neste trabalho, é um pequeno exemplo da clara importação de um modelo estrangeiro para o mercado brasileiro.

Com base no breve estudo a respeito dos transplantes legais, da convergência e da *Comparative Law*, pode-se chegar à conclusão de que, ao se reformar um conjunto de normas jurídicas, cumpre sempre verificar, com cuidado e atenção, caso a proposta de alterações no conteúdo de dispositivos antes vigentes pode evitar rejeições e gerar impacto em incentivos para a adesão a inovações. A reutilização de normas, em si só, não é uma boa

³⁸⁴ Exceto no caso de desestatização, 3.1 VI.

11.4 Reorganização Societária. Caso a saída da Companhia do Novo Mercado venha a ocorrer em virtude de operação de reorganização societária, na qual a companhia resultante dessa reorganização não tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação no Novo Mercado no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data da assembleia geral que aprovou a operação, o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico das ações, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BM&FBOVESPA e divulgada ao mercado imediatamente após a realização da assembleia geral da Companhia que houver aprovado a referida reorganização.

11.6 Obrigações na Saída. A saída da Companhia do Novo Mercado não eximirá a Companhia, os Administradores, o Acionista Controlador e os demais acionistas de cumprir as obrigações e atender as exigências e disposições decorrentes do Contrato de Participação do Novo Mercado, da Cláusula Compromissória, do Regulamento de Arbitragem, do Regulamento de Sanções e deste Regulamento de Listagem que tenham origem em fatos anteriores à saída.

³⁸⁵ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* P. 199.

solução, sendo a experiência da cópia do conjunto de normas uma situação ainda pior. Se os códigos têm por objetivo reduzir a incerteza das pessoas na tomada de decisões do dia-a-dia, permitindo a avaliação dos reais custos e benefícios, são necessárias longas e árduas discussões antes da aprovação e entrada em vigor de um novo código para garantir que ele reflita, de modo adequado, as instituições e demandas sociais – ainda mais quando referida legislação é importada de outro país mais bem-sucedido.³⁸⁶

A adoção de sistemas estrangeiros reduz muito a sua capacidade explicativa (e até mesmo os seus pontos positivos ao sistema originário), fazendo com que se torne extremamente abstrato³⁸⁷. Se a lei transplantada ou importada não recebe um tipo de adaptação às condições locais, ou se foi imposta via colonização e a população alvo do transplante legal não foi devidamente familiarizada com a lei, a demanda inicial para utilização da legislação é fraca.³⁸⁸

Diversas vezes, discutiu-se se uma cópia doméstica de uma legislação estrangeira poderia ser idêntica à lei de origem – a resposta considerada “óbvia” é a negativa, sendo a questão principal relacionada aos transplantes legais relacionadas ao quanto o transplante e a lei local que recebe sua influência serão parecidos.³⁸⁹

Possuiriam todos os sistemas jurídicos a mesma finalidade? A atividade humana deve ser regulada e harmonizada dentro de cada sociedade em especial, formando cada sistema jurídico parte importante da cultura e civilização, assim como da história e vida das pessoas. Os eventos da história de cada país e cada grupo de pessoas levaram a similaridades fundamentais e diferenças entre os sistemas jurídicos que não podem ser deixadas de lado.

390

“Legal culture refers to those elements in law that go beyond the mere content of statutory or case law. It includes the historical background of a legal system, the emergence

³⁸⁶ SZTAJN, Rachel. *O Que se Perdeu na Tradução*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, v. 153. P. 7.

³⁸⁷ YAZBEK, Otavio. *Op. cit.* P. 254.

³⁸⁸ BERKOWITZA, Daniel; PISTORC, Katharina ; RICHARDD, Jean-François. *Op. cit.* P. 168.

³⁸⁹ SPAMANN, Holger. *Op. cit.* P. 39.

³⁹⁰ DAINOW, Joseph. *Op. cit.* P. 419.

of sources of law, the systematization of the law, the style of argument and codification, legal education, and the ranking of law in a country's social order.”³⁹¹

³⁹¹ SIEMS, Mathias M. *Op. cit.* P. 67.

IX. CONCLUSÕES

Do presente trabalho, três conclusões podem ser extraídas:

- (i) a inspiração da CVM em um sistema em funcionamento nos EUA permitiu, inicialmente, um desenvolvimento do mercado de capitais em velocidade maior do que se dependesse de um crescimento natural da legislação local;
- (ii) muitas das críticas feitas à atuação da CVM podem ser relacionadas ao fato de que a inspiração da autarquia, claramente no modelo americano, é resultado de um transplante legal que exigia mais ajustes da parte do legislador, para que tal formato jurídico pudesse ser eficientemente adotado no país; e
- (iii) para suprir o desejado funcionamento do mercado, a CVM utiliza-se da interpretação como forma de atingir seus objetivos, algo que encontra obstáculos no sistema jurídico brasileiro, em razão do sistema de *Civil Law* adotado.

Com base nos principais temas tratados no presente trabalho, um ponto que fica extremamente claro é a influência inspiração da SEC na criação e no desenvolvimento da CVM brasileira. Outro aspecto que também fica claro é o fato de o mercado de capitais brasileiro possuir um funcionamento bastante diferente do mercado norte-americano. O formato da intervenção estatal no mercado de capitais dos EUA é um formato de *Common Law*, através do qual as decisões dos órgãos julgadores do país, como um todo, são baseadas em precedentes jurídicos. Por outro lado, o arcabouço jurídico do Brasil é fundamentado no *Civil Law*, sistema legalista, embasado em regras e normas jurídicas escritas.

Portanto, a hermenêutica jurídica de ambos os países é originária de sistemas totalmente diferentes, com ideais e práticas próprias. Neste sentido, o transplante legal do mercado de capitais norte-americano no Brasil possui diversas falhas e lacunas, por conta das diferenças de ambos os sistemas jurídicos e, até mesmo, da forma de pensar do jurista brasileiro e americano.

Não se pode responsabilizar um transplante jurídico por todas as mazelas do mercado

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

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

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

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

X. BIBLIOGRAFIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2000.

_____. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 17/97.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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