



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

A AUTO-REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

por

JULIA DAMAZIO DE BARROSO FRANCO

ORIENTADOR: Julian Fonseca Peña Chediak

2008.1

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

SUMÁRIO

ABREVIATÖES	6
INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO 1 – DIREITO, ECONOMIA E MERCADO	10
1.1 Noções Preliminares	10
1.2 Mercado.....	10
1.3 Direito e Economia.....	13
CAPÍTULO 2 – REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALS.....	18
2.1 Noções Preliminares	18
2.2 Teorias da Regulação	19
2.2.1 Teoria do Interesse Público	19
2.2.2 Teoria da Captura	20
2.2.3 Teoria Econômica.....	21
2.3 Breve Histórico.....	23
2.4 Porque o Mercado de Capitais deve ser regulado?.....	27
2.5 Base Legal	33
2.6 Objetivos	36
2.6.1 Eficiência do Mercado.....	37
2.6.2 Proteção ao Investidor	40
CAPÍTULO 3 – AUTO-REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITALS	45
3.1 Noções Gerais.....	45
3.2 Espécies	46
3.2.1 Auto-Regulação Legal.....	46
3.2.1.1 Bovespa e BM&F.....	48
3.2.2 Auto-Regulação Voluntária.....	49
3.2.2.1 Novo Mercado.....	49
3.2.2.2 ANBID	50
3.3 Vantagens	51
3.4 Problemas	54
CONCLUSÃO.....	58
BIBLIOGRAFIA	61

ABREVIATÖES

ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento

BM&F: Bolsa de Mercadorias e Futuros

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CBLC: Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CMN: Conselho Monetário Nacional

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

SEC: *U.S. Securities Exchange Comission*

INTRODUÇÃO

O excelente momento vivido pela economia brasileira se deve, em alguma medida, ao expressivo desenvolvimento de um mercado de capitais cada vez mais competitivo no âmbito internacional, que, em contrapartida, ao incentivar a atividade empresarial, acaba incentivando o desenvolvimento econômico do país. Para que esta relação virtuosa se fortaleça, é imperativo que a estrutura regulatória do mercado de capitais brasileiro acompanhe o acelerado ritmo dos mercados globais, e ajude o país a superar definitivamente a condição de país emergente. O desafio é de suma importância, visto ser o mercado de capitais importantíssimo instrumento de geração de riqueza.

É neste contexto de modernização e flexibilização da estrutura de regulação do mercado de capitais brasileiro que o surgimento, expansão e sucesso de iniciativas auto-regulatórias, em modelos já reconhecidos mundo afora, pode apresentar alternativa de enorme potencial para as autoridades responsáveis pela agenda de inovação no terreno regulatório. Ocorre que ainda existe expressiva desconfiança quanto à qualidade da auto-regulação e da eficiência de soluções de mercado em um ambiente competitivo.

O objetivo desta monografia é demonstrar, em linhas gerais, que existe forte tendência, em função da dinâmica própria do mercado, que a auto-regulação seja desempenhada com significativa qualidade pelos participantes de determinada indústria, representando eficiente solução de mercado quando bem desempenhada.

Inicialmente, deve-se atentar à interdisciplinaridade do tema, que será abordado no Capítulo 1, fundamental para que se entenda como se dá (ou como deveria se dar) o diálogo entre o direito e a economia na regulação de

mercados. Em resumo, normas de conteúdo econômico – tais como aquelas que regulam o mercado de capitais – devem ser interpretadas teleologicamente, em atenção aos seus efeitos econômicos no mundo real.

Em seguida, uma vez adotada esta perspectiva interdisciplinar, serão feitas observações pertinentes à importância da origem e desenvolvimento do mercado (em sentido amplo), instituto que permite a circulação de riquezas, promoção do bem-estar e dá contornos à própria evolução humana. Em função de suas implicações no campo social e econômico, recebe contornos institucionais definidos a diferentes tipos de mercados, cada qual requerendo tratamento jurídico coerente com sua natureza e dinâmica.

No Capítulo 2, tratando mais especificamente da regulação – espécie de intervenção estatal indireta em determinado mercado com o objetivo de corrigir falhas e restabelecer seu “regular” funcionamento – serão expostas as diferentes Teorias da Regulação existentes, que, partindo de diferentes premissas e convicções, procuram entender o fundamento, necessidade e os efeitos da regulação estatal, com o objetivo de fornecer elementos à constituição de estrutura regulatória eficiente.

Em seguida, é importante identificar porque a mentalidade de que o Estado é o mais indicado a regular determinado mercado se faz tão presente no Brasil. Apesar da história já ter produzido vasta evidência de que a centralização excessiva de funções no Estado gera ineficiência, clientelismo e corrupção, persiste relativa dificuldade em compreender que as soluções de mercado são frequentemente mais benéficas e eficientes do que as soluções impostas pelo Estado. Nossa herança estatizante – ou nossa resistência em confiar na efetividade de determinadas soluções de mercado – tal como a auto-regulação – representa significativa barreira ao desenvolvimento da regulação

e ao próprio mercado de capitais brasileiro. Para entendê-la (e superá-la) será realizada breve incursão histórica com foco na evolução e involução da intervenção estatal no domínio econômico e sua mutação ao longo dos tempos.

Em seguida, serão analisados os fundamentos de decisão política que conduz determinado Estado à regular o mercado de capitais – que envolve o reconhecimento de sua importância e a necessidade de regulá-lo. Discussão rica que jamais existiu no Brasil em função do fato de que nosso mercado de capitais foi regulado antes mesmo de existir, já que a regulação foi imposta com a missão criadora de inaugurar o mercado de capitais no Brasil.

A partir da base legal que fundamenta e regulamenta a regulação do mercado de capitais no Brasil, serão identificados os objetivos almejados com essa atividade – já que a regulação de determinado mercado, como qualquer norma jurídica de conteúdo econômico, só se justifica se os objetivos que lhe são impostos são efetivamente cumpridos.

Já no Capítulo 3 serão discutidos aspectos pertinentes ao tema central deste trabalho: a auto-regulação do mercado de capitais. Com o objetivo de se identificar até onde tais iniciativas podem beneficiar o mercado, serão expostas suas características básicas, o fundamento da iniciativa, as diferentes formas como podem ser desempenhadas, os benefícios que poderiam advir e potenciais problemas a serem enfrentados.

Por fim, considerando os objetivos da regulação e do mercado de capitais, e as particularidades das iniciativas auto-reguladoras, conclui-se que a expansão da auto-regulação pode ser benéfica à regulação e ao desenvolvimento do mercado de capitais, desde que combatidas suas fragilidades.

CAPÍTULO 1 – DIREITO, ECONOMIA E MERCADO

1.1 Noções Preliminares

Para se refletir a respeito do sistema regulatório do mercado de capitais, é imprescindível que se atente à interdisciplinaridade do tema, que envolve a compreensão da relação do mercado com o direito e a economia. De um lado, o mercado promove a alocação eficiente de recursos, que impulsiona o desenvolvimento econômico do país, e, de outro, em virtude de seus relevantes efeitos nas demais esferas sociais, possui limites e regras determinadas na esfera jurídica, com vistas à garantia da segurança jurídica e equidade.

1.2 Mercado

O mercado – principal instituição da economia capitalista – deve ser entendido como o ambiente onde diferentes agentes se encontram para estabelecer relações comerciais. Atente-se que graças ao desenvolvimento tecnológico, este conceito carrega certa dose de abstração, visto que atualmente as relações comerciais se dão nas mais variadas formas, não sendo mais necessário o encontro físico entre as partes como antigamente.

As relações comerciais surgiram, evoluíram e evoluem em função da natureza coletiva do homem e da sua constante busca pela melhoria do seu bem-estar – o que estimula a produtividade e as conseqüentes trocas. Desta forma, o desenvolvimento da civilização impulsiona o aperfeiçoamento das trocas mercantis e do mercado como um todo, que, em contrapartida, estimula e impulsiona o desenvolvimento da civilização.

Neste sentido, vale destacar lição do comercialista Hernani Estrela:

“É o comércio atividade da maior valia. Encarado sob o prisma puramente sociológico, atua como fator decisivo de civilização, eis que, sobrepondo-se aos preconceitos ideológicos, políticos ou nacionalistas, promove o intercâmbio, alheando-se, de todo em todo, de tais preconceitos, para fazer prevalecer, unicamente, os interesses convergentes.¹”

Com a evolução do comércio (e da civilização), surgem novas necessidades, e o intercâmbio entre indivíduos e povos é estimulado, o que permite a superação de fronteiras e preconceitos, a realização de trocas cada vez mais numerosas e complexas, o melhor aproveitamento dos recursos existentes, a especialização e a melhoria da qualidade de vida. Verifica-se que a evolução do mercado e da civilização encontram-se intimamente relacionados, e possivelmente indissociáveis, sendo fundamental que o tratamento jurídico conferido ao mercado alcance seus objetivos de forma eficiente, sob pena de representar óbice ao desenvolvimento da própria civilização humana.

Além de compreender o mercado enquanto fenômeno social e produto humano, também é importante perceber como funciona a dinâmica das diferentes relações comerciais neste ambiente.

Em ambiente mercantil, existem pelo menos dois sujeitos básicos: o comprador e o vendedor. O primeiro recorre ao mercado para aquisição de determinado bem que não possui, visando maximizar seu bem-estar, levando em conta suas preferências, sua renda e os preços dos bens disponíveis – enquanto que o segundo decide o quanto vender com vistas a maximizar seu lucro. O conjunto das necessidades dos diversos compradores é quantificado

¹ ESTRELA, Hernani. *Direito Comercial*. Rio de Janeiro: José Konfino Editor, 1969, p.10.

em medida denominada *demanda*, enquanto que a medida dos bens disponibilizados pelos vendedores denomina-se *oferta*.

Em mercado onde existam muitos vendedores e muitos compradores, as informações sobre os bens disponibilizados sejam verdadeiras, completas e precisas, e inexistam conluio entre os vendedores – há a chamada *concorrência perfeita*, que permite que o equilíbrio entre oferta e demanda determine preço justo, que maximize simultaneamente o bem-estar do comprador e o lucro do vendedor. Diferentemente do que possa parecer, não há colisão de interesses divergentes ou contraditórios no mercado, mas a convergência de interesses complementares – que configura justamente o grande mérito de ambiente mercantil onde a concorrência é perfeita: permitir que vendedores e compradores satisfaçam suas necessidades simultaneamente, sem prejuízo do outro, pois mesmo buscando atender seus interesses individuais, interagem de modo a produzir um resultado ótimo, quando visto do ângulo social.

Assim, a regra geral é que a busca coletiva pela maximização do bem-estar, quando as forças da oferta e da demanda atuam livremente, conduz à formação de um preço justo para todos. No entanto, estamos falando de regra geral, de um paradigma que se observa em um ambiente de *concorrência perfeita* – o que logicamente comporta exceções, pois nem sempre as forças do mercado atuam livremente, nem sempre os participantes do mercado são muitos e de pequeno porte, ou dispõem de toda a informação a que deveriam ter acesso. São justamente as “falhas de mercado”, falhas no ambiente de concorrência que podem acabar provocando distorções no processo de formação de preço.

Nestas hipóteses, em tese, caberia à regulação – estatal ou privada – corrigir essas falhas mediante edição de leis, normas e a fiscalização do seu

cumprimento, restabelecendo assim o equilíbrio das forças do mercado. Leia-se *em tese* visto que existe corrente que defende a inexistência de falhas de mercado, já que o próprio mercado (através das chamadas “soluções de mercado”) se encarregaria de resolver eventuais distorções, considerando portanto que a intervenção do Estado seria inevitavelmente menos eficiente do que o mercado no restabelecimento do equilíbrio².

1.3 Direito e Economia

Para que o tratamento jurídico conferido ao mercado produza os efeitos desejados, além da atenção à dinâmica própria de ambiente mercantil, é fundamental a incorporação de determinados preceitos econômicos, ou melhor, que se proceda à análise econômica das normas relacionadas ao mercado.

Apesar da crescente consciência da imprescindibilidade do diálogo entre economistas e juristas e da indiscutível complementaridade entre as disciplinas, o embate ou ignorância interdisciplinar ainda gera problemas.

Na esfera microeconômica – apesar da importância do papel institucional do Judiciário na guarda de segurança jurídica em ambiente mercantil, mediante a proteção ao direito de propriedade e do cumprimento dos contratos – verifica-se certa dificuldade enfrentada por alguns magistrados na interpretação de determinadas normas, principalmente aquelas dotadas de conteúdo econômico. É fundamental que o trabalho interpretativo se dê com base na lógica do razoável, de forma teleológica, sempre em atenção aos fins essencialmente desejados.

² Essas diferentes visões são objeto de estudo das Teorias de Regulação, que serão abordadas no item 2.2.

Um dispositivo desta natureza é o art. 170 da Constituição Federal, que a primeira vista poderia conduzir à falsa percepção de que seria possível violar contrato – mera lei entre as partes – em nome de princípios constitucionais da “defesa do consumidor”, “redução das desigualdades regionais e sociais”, ou do “pleno emprego”:

“Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da **justiça social**, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.”

Deve-se atentar, no entanto, aos efeitos de decisões desta natureza, pois o desrespeito aos contratos gera insegurança jurídica, imprevisibilidade, desincentiva o mercado, provoca fuga de capitais, redução de investimentos, e por conseguinte afeta a ordem econômica, provoca desemprego, redução das disponibilidades, do consumo, etc., o que certamente não se coaduna com a idéia de “justiça social”. Em resumo, ao tentar proteger o ‘mais fraco’, o magistrado acaba priorizando interesse privado em detrimento do público, o

que não corresponde à idéia de “função social do contrato”, conforme lição de Arnaldo Wald³:

“A função social do contrato não deve ser interpretada como proteção especial do legislador em relação à parte economicamente mais fraca. Significa a manutenção do equilíbrio contratual e o atendimento dos interesses superiores da sociedade que, em determinados casos, podem não coincidir com os do contratante.

A idéia básica é o atendimento dos interesses da própria sociedade e do maior grupo de interessados, que não pode sofrer as consequências do comportamento de um deles.”

Alguns chegam a denunciar ocorrência de processo de *politização* dos tribunais, onde alguns magistrados estariam se utilizando de dispositivos legais abertos para implementar verdadeiras políticas públicas, relativizando e até mesmo violando contratos para promover a “justiça social”⁴. Além de manifestamente inconstitucional, por violar os princípios da legalidade e da separação dos poderes, a *politização* dos tribunais, é antidemocrática e temerária, visto que os magistrados não possuem mandato eletivo nem legitimidade para implementar políticas sociais. Neste sentido caminha a crítica de Armando Castelar Pinheiro⁵:

“Os magistrados brasileiros não são eleitos pela população, nem correm o risco de não serem reconduzidos a sua função se a sua atuação “política” desagradar o eleitor. Se este não controla o desempenho “político” do magistrado, quem o faz? Como isso se coaduna com uma democracia cada vez mais vibrante como a brasileira?”.

Já na esfera macroeconômica, felizmente temos que nos reportar ao passado – já que o sucesso do diálogo entre matéria econômica e jurídica foi

³ WALD, Arnaldo. In: PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 116

⁴ De acordo com pesquisa realizada por Bolívar Lamounier e Amaury de Souza, em que 61% dos Membros do Judiciário e do Ministério Público afirmaram concordar que o “o juiz tem um papel social a cumprir, e a busca da justiça social justifica decisões que violem os contratos” In: PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 7.

⁵ PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 31.

um dos principais trunfos do Plano Real – plano econômico que envolveu o fortalecimento das instituições, estabilização da moeda, o saneamento das contas públicas e a recuperação de credibilidade do país no contexto da economia mundial. Não foi o que aconteceu por volta dos anos 80, quando foram implementados diversos planos econômicos que fracassaram, dentre outros motivos, por desprezar os ditames da ordem jurídica, vale dizer, as instituições, as liberdades públicas e os direitos individuais.

Atualmente, apesar da pretensão de alguns magistrados, que excedem seus poderes deliberadamente em prol do que acreditam ser “justiça social”, o movimento de *Law & Economics* – que prega a importância de se recorrer à análise econômica na formulação de normas jurídicas visando a torná-las cada vez mais eficientes – que existe nos EUA desde a década de 60, tem encontrado relevante expressão no Brasil. Os seguidores deste movimento propuseram inúmeros critérios para avaliação das normas, sendo que o mais eficiente deles foi desenvolvido por Nicholas Kaldor e John Hicks, que, partindo de modelos de utilidade, sugerem que as normas devem ser desenhadas de maneira a gerarem o máximo de bem-estar para o maior número de pessoas⁶.

Assim, voltando às observações do início deste Capítulo, o tratamento jurídico a ser conferido ao mercado de capitais deve, além de garantir a segurança jurídica, eficiência e equidade nas relações comerciais, gerar o máximo de bem-estar para o maior número de participantes.

⁶ SZTAJN, Rachel, *Law and Economics*. In: *Direito & Economia – Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro:Elsevier, 2005. p. 75/6.

Neste sentido, vale destacar decisão exemplar proferida pela Primeira Seção do Superior Tribunal de Justiça, que decidiu ser possível o corte de fornecimento de energia elétrica de consumidor inadimplente:

“Neguei a liminar, como o argumento de que a proibição acarretaria aquilo que se chama efeito dominó. Com efeito, ao saber que o vizinho está recebendo energia de graça, o cidadão tenderá a trazer para si o tentador benefício. Em pouco tempo, ninguém mais honrará a conta de luz.

Ora, se ninguém paga pelo fornecimento, a empresa distribuidora de energia não terá renda. Em não tendo renda, a distribuidora não poderá adquirir os insumos necessários à execução dos serviços concedidos e, finalmente, entrará em insolvência.

Falida a concessionária, interromperia o fornecimento a todo o município, deixando às escuras até a iluminação pública.” (REsp n. 363.943. DJ 01.03.04, relator Ministro Humberto Gomes de Barros)

CAPÍTULO 2 – REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

2.1 Noções Preliminares

A decisão de regular determinado mercado é decisão política que considera sua importância e a necessidade de certo intervencionismo estatal para garantir seu funcionamento adequado. Um mercado que soluciona suas falhas sem interferência externa não sofrerá intervenção estatal, pois esta ação jamais será mais eficiente que as forças de mercado. Assim, o Estado poderá optar por concentrar seus limitados recursos e esforços em setores que efetivamente dependam destes. Por outro lado, se determinado mercado é relevante e incapaz de funcionar adequadamente sem certo grau de intervenção estatal, caberá ao Estado regulá-lo, intervindo para corrigir falhas de mercado e restabelecer o equilíbrio das forças da oferta e demanda.

Tratando-se de decisão política, há muita discussão principiológica quanto à importância e principalmente quanto à necessidade de se regular o mercado de capitais. É comum a idéia equivocada de que uma intensa regulação estatal conduz necessariamente ao desenvolvimento do mercado. A regulação eficiente – desenvolvida da forma e na medida certa, de fato o faz; no entanto, já foi comprovado⁷ que a regulação excessiva pode representar entrave à alocação eficiente de recursos e conseqüentemente prejudicar o crescimento econômico: falhas regulatórias, podem ser piores e mais freqüentes que as falhas de mercado.

⁷ Neste sentido aponta estudo apresentado por Caroline Freund na Conferência de Mercado e Crescimento promovido pelo Fundo Monetário Internacional – FMI, em 01.09.06 (*Trade, Regulations, and Growth*) Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2006/trade/pdf/freund.pdf>> Acesso em 10.06.08.

2.2 Teorias da Regulação

As teorias da regulação, escolas de pensamento econômico, analisam as causas e efeitos da intervenção estatal nos mercados com o objetivo de fornecer elementos para a estruturação do modelo regulatório mais adequado a ser aplicado a determinada realidade específica. Mais do que “escolas de pensamento” alternativas, essas teorias se complementam, na medida em que cada uma enfatiza elementos e processos específicos que não se invalidam uns aos outros.

2.2.1 Teoria do Interesse Público

Os adeptos desta teoria defendem, em linhas gerais, que a regulação estatal é resposta à demanda social para correção de práticas mercantis ineficientes ou não-equitativas, tais como o monopólio natural, as externalidades, a informação imperfeita e a assimetria de informações, justificando-se, portanto, no interesse público. Para tanto, partem das premissas de que o mercado é falho, e portanto inapto a operar adequadamente sem algum tipo de regulação estatal, e que a regulação tem baixo custo para a sociedade.

Ocorre que tais premissas dificilmente se observam sempre e de forma genérica, visto que inúmeras pesquisas têm demonstrado que a regulação estatal nem sempre é eficiente e que possui, em si, alto custo social.

Outra fragilidade desta teoria é que não explica como a demanda social pela defesa do “interesse público” se converteria em iniciativa legislativa. Diferentemente da teoria dos mercados, que prova que o esforço individual pela maximização do bem-estar conduz à alocação eficiente de recursos, a

teoria do interesse público não fornece qualquer modelo ou mecanismo que a justifique, e não se constrói apenas pela negação do princípio segundo o qual a concorrência sempre leva à otimização dos recursos sociais⁸.

Também se verificou, a partir de estudos e análises empíricas, que não há forte correlação entre falhas de mercado e a atuação das agências regulatórias, e que a atuação das agências constantemente é voltada ao apoio das indústrias, e não ao público, em setores de atividade onde não existem formas caracterizadas de falha de mercado⁹.

Extraí-se desta teoria que a regulação deve atender ao interesse público, visto que as “falhas” de mercado podem gerar ineficiência e iniquidade.

2.2.2 Teoria da Captura

Já os seguidores da Teoria da Captura, também conhecida como Teoria da Falha Regulatória, concordam que a regulação tem origem na necessidade de defesa do interesse público, no entanto, defendem que o desenvolvimento da regulação leva necessariamente à deturpação deste objetivo, respondendo na realidade a demanda de setores que desejam maximizar os lucros *produzidos pela regulação*.

De acordo com esta teoria, fatores pessoais, tais como as trocas e relações entre os profissionais das indústrias e os da agência; e fatores estruturais, frente à composição estrutural das agências, em que geralmente a indicação dos cargos mais altos é política, e as empresas reguladas

⁸ POSNER, Richard. Theories of Economic Regulation. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w0041.pdf>

⁹ MELLO, Pedro Carvalho. Uma avaliação da regulação do mercado de capitais, segundo a ótica de custos e benefícios. *Revista da CVM*. Rio de Janeiro, n. 32, set. 2000, p. 25.

patrocinadoras de suas campanhas políticas – culminariam no exercício de influências e na conseqüente “captura” da agência pelos entes regulados.

Críticos desta teoria apontam que a existência deste “modelo de influências” não encontra um fundamento teórico genérico, sendo mera suposição ou generalização. Questionam ainda que, se as indústrias fossem tão influentes a ponto de capturar uma agência, provavelmente teriam poderes para evitar a criação de agências reguladoras, e destacam a incapacidade destes teóricos explicarem como se seria tal “modelo de influências” em agência que regulasse mais de uma indústria, quando seus interesses fossem conflitantes.

De outro lado, não se pode descartar o fato da regulação poder ser “capturada” pelo próprio Estado, que distorce a ordem regulatória de modo a favorecer agendas de políticas públicas específicas nem sempre consistentes com os melhores interesses do setor. Podemos citar como exemplo caso brasileiro verificado na ANATEL – supostamente independente – mas que tem sofrido fortes influências políticas¹⁰.

A partir desta teoria, identifica-se a necessidade e dificuldade de se manter a agência reguladora de determinada indústria independente de influências externas, sob pena de possivelmente favorecer estes em detrimento do interesse público.

2.2.3 Teoria Econômica

A teoria econômica da regulação, inaugurada por George Stigler em seu artigo *“The theory of economic regulation”* se aproxima da teoria da captura,

¹⁰Estado de São Paulo, 03.08.07, “O risco da reestatização”, Renato Cruz, disponível em: <http://blog.estadao.com.br/blog/cruz/?blog=12&cat=125&page=1&disp=posts&paged=4>.

chegando a ser considerada por alguns autores como vertente desta escola, visto que também admite a existência da influência sobre a agência que a regula. No entanto, se diferencia por admitir que as agências sofrem influência de quaisquer grupos de interesse, sendo “capturadas” por várias indústrias – reguladas ou não – cada qual procurando influenciar a regulação para criar “rendas” a seu favor.

Os adeptos desta teoria questionam a existência de falhas de mercado, e mesmo no caso de existirem, questionam sua extensão e importância prática, visto que a própria dinâmica do mercado cuidaria de remediar quaisquer falhas de forma mais eficiente.

Ponderam que dificilmente a regulação estatal se daria em prol do interesse público, visto que, enquanto detentor do monopólio natural da atividade regulatória haveria grandes possibilidades do Estado, enquanto único ofertante de valioso *produto*, atender a demandas de grupos restritos em detrimento do interesse coletivo.

Stigler ainda coloca que, em ambiente mercantil, o “voto econômico”, exercido pelo público ao realizar opção de adquirir ou não determinado “produto”, é muito mais eficiente do que decisões coercitivas implementadas por representantes eleitos pelo processo democrático. Isso porque, diferentemente do que ocorre nas eleições políticas, não há a necessidade de que os votos sejam colhidos simultaneamente, com os controles necessários para se evitar fraudes: o público exprime suas preferências através de suas decisões de consumo. Além disso, o “voto econômico” permite que o resultado final seja proporcional ao nível de conhecimento e interesse do público em determinada matéria. Assim, conclui que as preferências do público são exprimidas com maior precisão e eficiência através do consumo do que pelo

processo democrático, visto que os custos são reduzidos e somente os verdadeiramente interessados participam do processo decisório.

2.3 Breve Histórico

Para se entender a opção brasileira pela regulação do mercado de capitais, sua medida e certas resistências, voluntárias ou involuntárias, a modernização da nossa estrutura regulatória – o que possivelmente permitiria que maiores benefícios fossem sentidos por mais participantes do mercado – faz-se necessário uma breve incursão histórica quanto à evolução do papel do Estado no domínio econômico no Brasil.

Importante notar que o Brasil nunca foi propriamente um Estado Liberal, pois não sentiu os efeitos das Revoluções Liberais do Século XVIII. Enquanto na Europa pós-Revolução Francesa e Iluminista o comércio se desenvolvia e os Estados intervinham minimamente na economia, o Brasil era colônia portuguesa e possuía economia eminentemente agrária, extrativista e reprimida, totalmente voltada ao abastecimento de Portugal. Nem mesmo com a Independência sentiu-se o fervor dos ideais liberais, visto que foi declarada pelo próprio Príncipe Regente D. Pedro I, que se manteve no Brasil junto a toda estrutura administrativa portuguesa, absolutamente inadequada ao novo país independente. O parasitismo português transplantou-se para a ex-colônia, cujo aparato fiscal e de repressão à atividade econômica passou a servir a uma elite local da mesma forma que servia à Coroa Portuguesa¹¹.

Apesar de não ter vivido momento de liberalismo econômico mundial, o Brasil experimentou o surgimento do Estado Social no momento de recessão

¹¹ FILHO, Alberto Venâncio. *A Intervenção do Estado no Domínio Econômico* Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1968, p. 23.

mundial vivido com a Crise de 1929 e o Pós-guerra. Na época, em virtude do atraso em termos de desenvolvimento econômico e tecnológico, os sucessivos governos brasileiros se viram forçados a investir na industrialização como estratégia básica de desenvolvimento do país, momento em que a intervenção estatal conheceu o seu apogeu. Muitas empresas estatais – o BNDES, a Petrobras, CSN, Eletrobrás, Nucleobrás, Siderbrás, Companhia Vale do Rio Doce – tiveram a sua origem na onda desenvolvimentista que se estende dos anos 1930 até pelo menos o final da década de 1970, quando mais de 300 empresas estatais haviam sido criadas.

A excessiva centralização estatal gerou burocracia, corrupção e sucessivos déficits nas contas públicas, o que provocou pobreza, alta concentração de renda e uma inflação que chegou à marca de 2.000 % ao ano em 1989. Frente ao evidente esgotamento da capacidade do Estado em promover o desenvolvimento econômico sem o apoio da iniciativa privada, impôs-se a necessidade de redefinir o “modelo econômico” de forma a que o desenvolvimento pudesse ter lugar sem o concurso da inflação. Em decorrência das limitações fiscais que se seguem de políticas monetárias e fiscais sadias, o Estado teve drasticamente reduzida a sua capacidade de atuação, especialmente como investidor. A estabilização viria com reformas que tinham fundamento muito mais em limitações práticas ao tamanho do Estado do que propriamente considerações ideológicas.

As novas diretrizes que foram adotadas no Brasil e em inúmeros outros países encontraram diversas racionalizações, uma das quais a famosa noção de “Consenso de Washington”¹², que sintetizava reformas de conteúdo

¹² WILLIAMSON, John. *Latin American Adjustment: how much has happened?*. Washington D.C.: Institute for International Economics, 1990: livro resultante de encontro realizado em Washington onde diversos estudos de caso sobre reformas na América Latina, apresentados por economistas

semelhante tendo lugar em muitos países, notadamente no Leste Europeu, em decorrência da falência generalizada dos regimes comunistas. Dentre as características comuns a estas experiências destacam-se reformas pró-mercado em três direções básicas: políticas macroeconômicas racionais, governos menores e mais eficientes e políticas voltadas para o apoio ao setor privado. Esses objetivos se desdobravam em preceitos como o equilíbrio fiscal, a redução do endividamento público e promoção da inserção das economias emergentes no comércio internacional através da abertura econômica, do controle inflacionário, da desregulamentação, da proteção dos direitos de propriedade e da privatização de empresas públicas.

Nesta linha, a Constituição de 1988 já limitava a exploração direta de atividade econômica pelo Estado às restritas hipóteses em que fosse *“necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo”*¹³; logo adiante, em 1990, o Brasil deu início ao Programa Nacional de Desestatização com a edição da Lei 8.031/90¹⁴. O objetivo, dentre outros, era *“reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público”*¹⁵.

Apesar do sucesso do programa, as privatizações enfrentaram duras críticas e violenta resistência. É possível especular que a dificuldade inicial de se compreender os benefícios da privatização ocorreu pelo fato de que os mais expressivos surtos desenvolvimentistas até então haviam sido impulsionados por investimentos e a atuação eminentemente estatal.

independentes, mostraram evidente convergência de formatos e proposições, permitindo que Williamson resumisse as discussões a partir do que emergiu como o consenso entre os participantes.

¹³ Art. 173, Constituição Federal de 1988.

¹⁴ Posteriormente substituída pela Lei 9.491/97, regulamentada pelo Decreto 2.594/98.

¹⁵ Art. 1º, inciso I da Lei n.º 9.491/97.

Mas a experiência brasileira comprovou que o Estado não tem fôlego para sustentar o desenvolvimento econômico sozinho, frente à impossibilidade de manter simultaneamente o papel de investidor que no passado desempenhou e atender as novas agendas sociais criadas pela Constituição de 1988. Frente à limitação de seus recursos e de sua capacidade empreendedora, e diante do fato que a atividade empresarial realizada por particulares – regulada na medida certa – é muito mais eficiente e benéfica para a sociedade¹⁶, o papel do Estado se altera substancialmente.

A liderança do processo de crescimento passa então a ser “compartilhada”, ao passo que cresce o papel do Estado como regulador de mercados antigamente inexistentes ou reprimidos. Em decorrência e complemento deste processo em geral, e da privatização em particular, verifica-se, portanto, um movimento de desregulação, ou re-regulação, que visa a substituir, na medida do possível, normas limitadoras da atividade privada por outras formas de regulação, reduzindo a intervenção estatal às áreas mais sensíveis, de forma a aperfeiçoá-la. Atente-se que não se trata da ausência de regulação, mas de *“conjunto de medidas que têm por objetivo diminuir o volume e o peso das normas jurídicas”*¹⁷.

No mercado de capitais brasileiro, podemos citar como expressão deste movimento a edição da Deliberação CVM n. 521/07, que regulamentou a Resolução CMN n. 3.427/06¹⁸, e implementou sistema de regulação e supervisão baseado em risco, orientador da política a ser observada no mercado de valores mobiliários e das atividades da CVM. De acordo com esta

¹⁶ Além de mais lucrativa, empresas privadas estão menos susceptíveis à corrupção, sendo que, ainda que esta ocorra, correrá por conta e risco do empresário e não do erário público.

¹⁷ MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto-Regulação. In: Revista de Direito Administrativo. São Paulo: Renovar, v. 228, p. 123-128, abr./jun., 2002. p. 124.

Deliberação, o Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários – SBR estabelece “*mecanismos institucionais de organização das atividades da CVM e de priorização das suas ações de regulação e fiscalização, de maneira a permitir a identificação, o dimensionamento, a mitigação, o controle e o monitoramento dos riscos que possam afetar a implementação dos mandatos legais da CVM*”.

A idéia, de acordo com a atual Presidente da autarquia Maria Helena Santana, é que o regulador concentre seus esforços nas empresas e eventos de maior potencial de risco para o mercado e para os investidores, transferindo parte da responsabilidade pelo cumprimento e fiscalização das regras para os próprios agentes, através da auto-regulação. A medida impede que as limitações de tamanho e dinheiro da autarquia impeçam o avanço do mercado nacional¹⁹.

2.4 Porque o Mercado de Capitais deve ser regulado?

A opção do Estado regular determinado mercado constitui decisão política, que considera sua importância e a necessidade de fazê-lo, direcionando recursos e esforços específicos para tanto. Para entender a importância do mercado de capitais e refletir sobre a necessidade de regulá-lo, faz-se necessário compará-lo ao mercado de crédito.

Neste mercado, são realizadas típicas operações bancárias de empréstimo para financiamento e obtenção de capital de giro, realizadas entre poupador e

¹⁸ Seguindo orientação dos chamados “25 Princípios da Basileia”, formulados pelo Comitê de Supervisão do Banco de Compensações Internacionais (BIS, *Bank of International Settlements*), que representam o cânone internacional em matéria de supervisão financeira.

¹⁹ ROSAS, Rafael. Para presidente da CVM, mercado de capitais manterá ritmo de crescimento. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/valor/2007/10/10/ult1913u77172.jhtm>>. Acesso em 10.06.08.

investidor e intermediadas por instituição financeira, que capta e repassa os recursos substituindo as partes, tornando-se respectivamente devedora e credora.

Já no mercado de capitais são realizados negócios que visam canalizar recursos dos investidores – agentes superavitários²⁰, para as companhias – agentes deficitários, mediante a emissão de valores mobiliários²¹. Trata-se de negócio de “participação”, em que o retorno do investimento é diretamente relacionado à percepção de lucros pela companhia, razão pela qual é considerado “capital de risco”. Esse mercado possui dois segmentos: (i) o mercado primário, onde ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários; e (ii) o mercado secundário, onde os poupadores negociam seus títulos entre si, em bolsa de valores, de futuros e mercadorias ou no mercado de balcão. Apesar da finalidade precípua do mercado de capitais ser alcançada no mercado primário, através da captação de recursos junto aos poupadores, a liquidez do mercado secundário permite que os títulos sejam alienados a qualquer tempo, incentivando a procura por novos valores mobiliários no mercado primário.

Em razão destas características, o mercado de capitais apresenta importantes funções econômicas, sendo a principal relativa ao incentivo que representa à atividade empresarial, permitindo que as empresas captem recursos do público sem tornarem-se devedoras, sujeitando-se aos altos juros bancários, mas conferindo ao investidor direitos de participação pelos quais

²⁰ O agente superavitário possui mais recursos do que precisa e por isso poupa seus recursos excedentes. Já o agente deficitário, precisa de recursos para viabilizar suas atividades.

²¹ A Lei nº 6.385/76 trazia lista exaustiva dos “valores mobiliários”, no entanto, a Lei nº 10.303/01, tornou essa lista exemplificativa, conferindo conceito mais abrangente com a inclusão de inciso IX à lei, que estendeu o conceito à quaisquer outros títulos e contratos de investimento coletivo, 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.

obrigam-se a remunerar na forma de dividendos em função dos lucros percebidos em suas demonstrações financeiras.

Além de capitalizar companhias, o mercado de capitais permite ainda a conciliação do interesse do poupador – de oferecer recursos a curto prazo, com a necessidade da empresa emissora – de obter recursos de médio e longo prazo; a captação de grandes montantes de capitais por ocasião da subscrição de valores mobiliários; a transformação da natureza dos altos riscos de investimento individuais de longo prazo e ilíquidos em investimentos seguros e de prazos mais curtos; a maior agilidade na transferência de recursos; bem como a produção de informações homogêneas sobre a oferta e demanda dos recursos²².

Assim, identifica-se com facilidade que o mercado de capitais é fundamental para a atividade empresarial e conseqüentemente para o desenvolvimento econômico.

Já quanto à necessidade de regular este mercado, deve-se avaliar se as normas pertinentes ao direito civil já não seriam suficientes para reparar danos decorrentes de eventuais irregularidades, ou se as forças do mercado por si só não cuidariam de manter seu funcionamento adequado.

Para a primeira avaliação faz-se necessário notar que no mercado de capitais, diferentemente do que ocorre no mercado de crédito – onde o intermediador financeiro substitui investidor e poupador assumindo os respectivos papéis de credor e devedor – não há intermediador. Naquele mercado, no caso de eventuais irregularidades, as partes são facilmente

²² EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, p. 9.

responsabilizadas e indenizadas; e a capacidade do intermediador garante o funcionamento saudável deste mercado, razão pela qual a supervisão se concentra na higidez financeira do intermediador, mediante a imposição e fiscalização de normas prudenciais.

Não é o que ocorre no mercado de capitais, em que a segurança do investimento se funda na credibilidade do sistema. Quando ocorre determinada irregularidade, não é possível identificar especificamente que contraparte sofreu prejuízo, o que inviabiliza a possibilidade de reparar os danos causados – o que para muitos justificaria a necessidade de se regular o mercado de capitais. Em resumo: frente à dificuldade de se ver reparado quando prejudicado, o investidor só irá optar por alocar seus recursos no mercado de capitais se puder confiar neste mercado, e esta confiança só se alcançaria mediante certa interferência estatal.

Neste sentido, aponta Luiz Leonardo Cantidiano²³:

“O exercício de determinadas atividades econômicas, em certos setores de atividade, como acontece no mercado de capitais, não implica em uma relação direta entre parte e contraparte, o que impede o agente econômico de, a tempo e hora próprios, detectar a imperfeição propositalmente criada para ludibriá-lo, de que resulta uma perda patrimonial originada exclusivamente da atuação irregular daquele agente menos escrupuloso. Mais que isso, em decorrência da citada perda, que não fica circunscrita a poucas contrapartes do agente que atuou de modo ilícito, todo um segmento do mercado sofre, o que coloca em risco a credibilidade de todo o sistema.

Daí por que, mesmo entre aqueles que defendem a livre iniciativa, é aceita e implementada a tese de que, em circunstâncias especiais, deve o Estado, em defesa da poupança popular, e para preservar a credibilidade de determinado segmento da economia, que tem relevante função a cumprir, interferir no seu funcionamento, estabelecendo regras que cerceiam a participação dos agentes econômicos naquele setor da atividade econômica e, mais que isso, que impõem (aos que são admitidos a participar das atividades referidas) restrições no comportamento que deve ser adotado no encaminhamento dos negócios que pretendem realizar.”

Já quanto ao segundo ponto – pertinente à capacidade das forças da oferta e demanda atuantes no mercado de capitais conduzirem a um resultado ótimo – a avaliação torna-se um pouco mais complexa. A maioria dos doutrinadores acreditam que as falhas de mercado só poderiam ser corrigidas mediante a atuação estatal, como Diogo Figueiredo Moreira Neto²⁴:

“Para lograr estabelecer o equilíbrio garantidor da livre competição é necessário o ingresso de um *terceiro agente*, que não seja nem produtor nem consumidor, na verdade, um agente homeostático, capaz de *impor* uma regra que recupere e mantenha o equilíbrio e, para tanto, *dotando de poder* para intervir *suficientemente* para corrigir as deformações do mercado.

Como se observa, para a *imposição* da *intervenção* necessita-se do *Estado*, como titular do monopólio da força e como agente imparcial, *para exercer esta atividade*, mas necessita-se também do concurso da *sociedade*, para legitimá-la e para definir, em cada tempo histórico, em cada país e em cada setor, o que seja a *intervenção suficiente*.” (grifos no original)

Do outro lado colocam-se os adeptos da Teoria Econômica da Regulação, que, acreditando que a regulação estatal teria seu objetivo necessariamente deturpado, pelas razões já expostas, defendem que “*a interferência estatal na atividade econômica só se justifica se a ‘falha do estado’ for menor do que a falha do mercado; caso contrário, não vale a pena corrigir a falha do mercado, para se cometer uma falha ainda maior*”²⁵.

Observe-se que a discussão sobre regular ou não o mercado de capitais, na prática, nunca existiu no Brasil, visto que este foi regulado antes mesmo de existir. A primeira lei de sociedade por ações do Brasil capitalista²⁶, o Decreto-

²³ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Regulação e Desenvolvimento no Mercado de Capitais. *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1996, p. 25.

²⁴ NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. *Direito Regulatório*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2003, p.77 – 78.

²⁵ WERNEK, Bruno Dário. A Auto-Regulação da Atividade Econômica no Brasil. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella, *Direito Regulatório – temas polêmicos*. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2004, p. 606, ao discorrer sobre os adeptos da Escola de Chicago.

²⁶ As leis e decretos anteriores vigiam em um Brasil imperial cuja atividade empresarial era bastante incipiente.

lei nº 2.627/40 tinha como principal desafio estimular a criação de um mercado de capitais. Neste sentido, Trajano de Miranda Valverde²⁷, autor do anteprojeto desta norma, justifica:

“Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as nossas Bolsas de Valores sofrem de anemia profunda. É a ausência integral dessa economia criadora, que aspira correr riscos, inseparáveis de toda empresa industrial ou comercial, porque há probabilidade de lucros compensadores.”

O mercado de capitais, ou melhor, sua estrutura regulatória surgiu com a Lei nº 4.728/65, que “*estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento*” e conferiu poderes ao CMN para regulá-lo. De acordo com Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira²⁸ – autores do anteprojeto da lei em questão:

“As principais providências da lei podem ser agrupadas em cinco categorias: (a) definição de um quadro institucional que induzisse à criação de sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais; (b) criação de condições para a formação de mercados de obrigações privadas a prazos médio e longo; (c) regulamentação e policiamento das operações nos mercados de capitais segundo o modelo que havia sido adotado nos Estados Unidos na década de 1930, com a criação da ‘Securities and Exchange Commission’; (d) algumas inovações, consideradas mais urgentes, na legislação do imposto sobre a renda, especialmente para coordenar as diversas incidências sobre rendimentos de títulos negociados nos mercados de capitais.”

Ainda na década de 60 foram concedidos inúmeros incentivos fiscais para aplicações em títulos da dívida pública federal, subscrição de ações de sociedades anônimas²⁹; o reinvestimento de lucros e a abertura de capitais de companhias³⁰; bem como estímulo à subscrição de ações e debêntures como fonte de recursos para aumento de capital de giro das companhias³¹ – tudo com

²⁷ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações (comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940)*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1959, Vol. 3, p. 278.

²⁸ FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 131.

²⁹ Lei nº 4.357/64.

³⁰ Lei nº 4.506/64.

³¹ Decreto-lei nº 157/67, alterado pelo de nº 238/67.

objetivo de criar as condições necessárias para o desenvolvimento de um mercado de capitais.

Com o efetivo surgimento e desenvolvimento deste mercado, o Decreto-lei nº 2.627/40 – editado em uma época em que inexistia mercado financeiro e as bolsas de valores brasileiras sofriam de “anemia profunda” – demonstrou-se absolutamente inadequado à nova dimensão da economia nacional, o que culminou em crise especulativa na década de 70 e na conseqüente elaboração da Lei nº 6.404/76, que a substituiu; e na Lei nº 6.385/75, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a CVM.

2.5 Base Legal

A regulação do mercado de capitais – ou mercado de valores mobiliários nos termos da lei que o regulamenta – é portanto exercida pela CVM, autarquia especial vinculada ao Ministério da Fazenda com autonomia financeira e orçamentária, sob orientação geral do CMN. A atividade regulatória desta autarquia possui fundamento no art. 174 da Constituição Federal, que prescreve:

“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.”

O referido dispositivo constitucional impõe então à CVM competência para produzir normas e fiscalizar seu cumprimento de forma a incentivar o mercado de capitais, na forma da Lei 6.385/76. De acordo com esta lei, ainda no que tange os objetivos da autarquia no exercício de sua atividade regulatória:

“Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional”.

A partir da leitura dos referidos dispositivos, verifica-se o aparente desafio imposto à CVM de promover o desenvolvimento e regular o mercado de capitais. Alguns poderiam chegar a considerar, equivocadamente, que tais objetivos seriam contraditórios, no entanto, tal entendimento não deve prosperar, visto que a regulação eficiente permite o aperfeiçoamento das práticas dos agentes de mercado e conseqüente desenvolvimento do mercado, sendo na realidade complementares.

Inclusive, enquanto parte integrante da administração pública indireta, a CVM deve conduzir suas atividades à luz do princípio da eficiência, incluído

ao texto constitucional pela Emenda Constitucional nº 19/98, que lhe impõe a obrigação de desempenhar suas atividades da melhor forma possível, especialmente quando esta implicar em limitação de liberdades. Conforme lição de Alexandre Santos de Aragão³²:

“A eficiência não pode ser entendida apenas como maximização do lucro, mas sim como um melhor exercício das missões de interesse coletivo que incumbe ao Estado, que deve obter a maior realização prática possível das finalidades do ordenamento jurídico, com os menores ônus possíveis, tanto para o próprio Estado, especialmente de índole financeira, como para as liberdades dos cidadãos.

(...)

Uma interpretação/aplicação da lei que não esteja sendo capaz de atingir concreta e materialmente os seus objetivos, não pode ser considerada como a interpretação mais correta.”

Assim, qualquer medida da CVM que gere ineficiências no funcionamento do mercado de capitais, desincentive sua expansão, desestime a formação de poupanças e prejudique o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, é manifestamente ilegal e inconstitucional. Ainda quando o fizer sob a justificativa de se estar protegendo o investidor, coibindo atos ilegais ou abusivos de administradores e acionistas controladores, combatendo *insider trading* ou promovendo o acesso do público a informações – visto que a medida dessas iniciativas é o incentivo a eficiência do mercado, que não pode ser ignorado.

Atenta ao imperativo de promover o desenvolvimento do mercado, a CVM procura incentivar e participar de debates do interesse do mercado. Em seu processo normativo por exemplo, utiliza-se com grande frequência do mecanismo da audiência pública, em que coloca minuta de norma à disposição dos participantes de mercado, antes de sua publicação, para que estes possam

³² ARAGÃO, Alexandre Santos de. O princípio da eficiência. Revista de Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Editora Renovar, v. 237, 2004, p.1.

fazer comentários e sugestões. A iniciativa, além de permitir que os agentes regulados não fiquem em constante sobressalto, estimula o debate e a participação do processo normativo, o que se traduz em normativos mais condizentes com a realidade do mercado e uma maior aceitação do público.

2.6 Objetivos

Uma vez tomada decisão de regular (ou criar, como no caso brasileiro) o mercado de capitais, em função da necessidade de fazê-lo e da importância deste mercado para o desenvolvimento econômico, a atividade estatal só fará sentido se seus objetivos forem cumpridos. Assim, medidas que impliquem em limitação à liberdade dos participantes de determinado mercado, mediante a edição de normas e a fiscalização de seu cumprimento só se justificam se os benefícios experimentados forem mais expressivos do que os custos. Por isso, torna-se imprescindível a clara delimitação dos objetivos almejados em ambiente regulado.

Os objetivos da regulação, já indicados genericamente como a garantia de segurança jurídica, equidade, incentivo, eficiência, etc., são classificados e tratados de inúmeras formas pela doutrina nacional e estrangeira, visto que estão todos intimamente relacionados e sobrepostos. Importante é compreender como estes se inter-relacionam, o que nos permite avaliar se estão sendo efetivamente cumpridos.

Para existir, o mercado de capitais precisa dos recursos dos investidores e da iniciativa das companhias emissoras e dos intermediários financeiros. Os investidores só confiam seus recursos neste mercado quando podem tomar decisões informadas, avaliando seus riscos adequadamente, e possuem relativa segurança de que negociam em igualdade de condições com o resto do

mercado. Caso contrário, vão optar pela aplicação de sua poupança em outro mercado, ou se dispor a pagar menos pelas ações emitidas, descontando valor em razão da incerteza quanto à qualidade e riscos do investimento. Em ambiente de desconfiança, a companhia que divulga adequadamente suas informações recebe o mesmo tratamento de companhia que não o faz, o que estimula a retirada das companhias que atuam dignamente do mercado e desincentiva boas práticas de mercado³³.

Assim, a regulação do mercado de capitais deve garantir o funcionamento eficiente deste mercado e proteger o investidor.

2.6.1 Eficiência do Mercado

Quanto mais eficiente, mais atrativo e competitivo é o mercado, e mais protegidos ficam seus investidores. Neste sentido, observe-se que o nível de “eficiência” de determinado mercado está relacionado à capacidade de reação da cotação dos valores mobiliários às novas informações disponibilizadas, ao dinamismo e segurança nas transferências de títulos e a consequente alocação de recursos dos investidores nas companhias mais rentáveis e produtivas.

A eficiência na formação do preço dos valores mobiliários é alcançada mediante política de divulgação de informações (*disclosure*), que impõe às companhias abertas a divulgação de determinadas informações periódicas e eventuais. Devem ser divulgadas periodicamente: as demonstrações financeiras, editais de convocação e atas de assembleia geral ordinária e estatuto social atualizado³⁴; e eventualmente: os editais de convocação e atas

³³ BLACK, Bernard S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Market. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182169#PaperDownload>. Acesso em: 10.06.08.

³⁴ Art. 11, Instrução CVM nº 270/98.

de assembléia geral extraordinária ou especial, convenção de constituição de grupo de sociedades de que participe, balanços intermediários, informações sobre recuperação judicial ou falência, e os fatos ou atos relevantes³⁵ – informações que tenham potencial para influenciar a decisão dos investidores negociarem com seus valores mobiliários³⁶. Tais informações devem ser verdadeiras, completas e precisas, e devem ser divulgadas a todo o mercado de forma simultânea, permitindo que a cotação dos valores mobiliários reflita precisamente o teor das informações disponibilizadas ao mercado, e que todos negociem em igualdade de condições.

Apesar da importância da prestação de informações para o mercado de capitais, deve-se atentar que, além do alto custo para produção destas informações, a divulgação de negociações estrategicamente sigilosas pode culminar na perda de oportunidades de negócios. A Instrução CVM nº 358 de 03/01/02, que regulamenta a divulgação de fatos relevantes, é sensível a essa situação, excepcionando a obrigatoriedade da divulgação de informações quando a sua divulgação colocar “*interesse legítimo da companhia em risco*”, desde que não haja vazamento da informação, ocasião em que se verifica oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários da companhia, e a informação deve ser imediatamente divulgada³⁷.

O vazamento de informações e a negociação com informação privilegiada – prática de *insider trading* – prejudica tanto a eficiência do mercado, visto que a cotação não reflete adequadamente o universo de informações disponibilizadas ao público investidor, quanto sua credibilidade, visto que um mercado onde se negocia em desigualdade de condições não é

³⁵ Art. 12, Instrução CVM nº 270/98.

³⁶ Conforme definição constante na Instrução nº 358/01 e entendimento manifestado no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 2006/4776 em 17/01/07.

³⁷ Art. 6º da Instrução CVM nº 358 de 02/01/02.

atrativo. A CVM procura manter-se atenta às oscilações atípicas das cotações de valores mobiliários no combate ao *insider trading*, impondo às companhias a divulgação imediata de informações, ainda que sigilosas, quando estas tiverem escapado do controle da companhia.

Observe-se que o conceito de “informação relevante” constante nesta Instrução é extremamente subjetivo, o que provoca relativa incerteza jurídica quanto à obrigatoriedade de divulgação de determinadas informações, levando companhias abertas a divulgarem informações que nem sempre são capazes de provocar maiores impactos na cotação de suas ações, pelo temor de sofrerem processos administrativos sancionadores³⁸. Uma política eficiente de *disclosure* permite que o investidor tenha acesso as informações suficientes e adequadas para avaliar seus riscos sem onerar as companhias abertas excessivamente.

Também é importante que a transferência de títulos se dê de forma eficiente, mediante baixos custos de transação. Tais custos geralmente são relacionados aos custos de corretagem, o risco envolvido, os custos de efetivação física das transferências de títulos bem como aos custos impostos pelo regulador. Os custos de transação são reduzidos através da especialização dos intermediários financeiros, o estímulo à competitividade e a redução da carga regulatória.

Por fim, em mercado onde as cotações dos valores mobiliários respondem rapidamente às novas informações disponibilizadas no mercado, e a competitividade, especialização e adequada carga regulatória permitem a redução dos custos de transação, os investidores podem optar pelo

³⁸ EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008. p. 18.

investimento que mais se adequar ao seu perfil financeiro, cientes dos riscos, alocando seus recursos de forma eficiente.

2.6.2 Proteção ao Investidor

Um mercado eficiente naturalmente protege o investidor, no entanto, devidamente protegido, o investidor sente-se seguro para investir seus recursos no mercado de capitais, o que incentiva a competição e promove a eficiência do mercado – razão pela qual determinadas normas visam primariamente a proteção do investidor.

Atente-se que a proteção excessiva, mediante a imposição de muitas restrições aos emissores e intermediários de valores mobiliários acaba provocando efeito inverso, pois torna o mercado de capitais excessivamente burocrático, aumenta os custos de transação, provoca relativa insegurança jurídica, e conseqüentemente desincentiva e prejudica o funcionamento eficiente do mercado. Neste sentido alerta Unie Caminha³⁹:

“A maior parte da doutrina pátria, no entanto, assume a defesa dos acionistas investidores como principal, e, por vezes, único escopo da legislação atinente às sociedades anônimas e à distribuição de seus valores mobiliários. Essa disciplina, todavia, nem de longe atinge esse objetivo, e, ao mesmo tempo, entrava o desenvolvimento do mercado com um número excessivo de regras.”

No que tange às companhias emissoras de valores mobiliários, além de fiscalizar a divulgação de informações, o regulador deve combater comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores que coloquem o investidor em desigualdade de condições, como a utilização de informação privilegiada e quaisquer outras práticas fraudulentas

³⁹ CAMINHA, Unie. Eficiência Alocativa das Normas de Direito Societário em Relação ao Acionista Minoritário. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros Editora, 1999. v. 116, p.1.

ou de manipulação de mercado. De acordo com a Lei das S.A., os administradores devem atuar com diligência (art. 153), exercer suas atividades para lograr os fins e no interesse da companhia (art. 154), servir à companhia com lealdade e manter reserva sobre os seus negócios (art. 155), não intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia (art. 156) e cumprir com seu dever de informar (art. 157). Se proceder em atenção a esses dispositivos, o administrador não poderá ser pessoalmente responsável por obrigação que contrair em nome da sociedade (art. 158).

O regulador deve avaliar a conduta dos administradores com cautela para não ingressar no mérito de decisão negocial, limitando-se à análise do processo decisório, em observância ao chamado “*business judgment rule*”. De acordo com este princípio, verifica-se somente se o administrador atuou de forma desinteressada, informada e diligente, ocasião em que não deve ser responsabilizado pelo insucesso negocial. É fundamental que o regulador se sensibilize de que é muito fácil identificar falhas a posteriori, e por essa razão deve julgar com base nas informações que o administrador tinha a sua disposição no momento da decisão negocial. Esta regra visa impedir o desincentivo ao desempenho de atividade de gestão empresarial, visto ser comum na atividade empresarial que o administrador perceba resultados negativos mesmo quando atua diligentemente dentro da lei⁴⁰.

Quanto à condução dos negócios sociais, a Lei das S.A. reconhece o princípio majoritário, segundo o qual a “vontade social” – representação da vontade única e soberana da companhia – é determinada pela maioria do capital social nas deliberações tomada na Assembléia Geral, órgão de

⁴⁰ Conforme voto do Diretor Pedro Marcílio em Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/1443, realizado em 10.05.06.

deliberação máxima da companhia. No entanto, as deliberações sociais devem obedecer aos interesses sociais (art. 115), sob pena de constituir abuso do direito e abuso de controle. Além de impor responsabilidade ao acionista controlador pelos danos que provocar a sociedade por comportamentos abusivos (art. 117), a Lei também confere aos acionistas minoritários direito de retirada em determinadas deliberações tidas como relevantes (art. 137), mediante reembolso do valor de suas ações, bem como o direito de *tag along* no caso de alienação do controle (art. 254-A⁴¹).

É importante que a proteção dos minoritários não provoque uma “ditadura da minoria”, que poderia ocorrer a partir da utilização do direito de recesso como investimento especulativo, visto que é próprio da sociedade anônima que prevaleça a vontade do detentor da maior participação acionária. Neste sentido, os acionistas minoritários também poderão ser responsabilizados caso atuem contra os interesses sociais.

Também se protege o investidor garantindo a qualidade dos intermediários, mediante a imposição de normas de entrada, limitando a participação no mercado aos agentes que detenham suficientes recursos e capacitação; normas de conduta, que evitem práticas de manipulação do mercado, a discriminação entre clientes e promova tratamento adequado às necessidades financeiras dos clientes; normas prudenciais, que permitam que os agentes se protejam de risco sistêmico; e o estabelecimento de controles internos que evite crises de liquidez e o conflito de interesses.

⁴¹ Artigo introduzido pela Lei 10.303/01, que impôs condição obrigatória ao adquirente do controle de companhia aberta para a validade da alienação de controle: a realização de oferta pública de aquisição de ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da sociedade em que oferece valor no mínimo igual a 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle.

É comum que se impute ao mero especulador “a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas”, práticas vedadas pela Instrução CVM 08/79. Apesar da forte conotação negativa culturalmente conferida à atividade especulativa, observe-se que “comprar e vender (mercadorias, títulos, etc.) buscando ganhos a partir da oscilação dos preços, correndo risco de perdas⁴²” é inerente e necessária ao funcionamento de um mercado de capitais saudável. Visando a obtenção de lucro, o especulador nada mais faz do que procurar valores mobiliários subvalorizados, o que permite a movimentação do papel e que tais valores sejam reconhecidos. Neste sentido, Richard A. Posner⁴³ destaca:

“(...) speculation serves the salutary purpose of enabling the rapid adjustment of prices to current values. The speculator is the eager searcher for undervalued and overvalued securities. The information that he uncovers diffuses rapidly throughout the market (the rapidity with which information spreads in the stock market is the principal reason why it is so hard to outperform the market consistently), enabling other traders to adjust swiftly to the changed conditions that he has discovered.”

Pode-se afirmar que todo investidor é especulador, pois todos alocam seus recursos no mercado de capitais com o objetivo de obter lucros. Só haverá irregularidade quando o investidor atuar de forma dolosa, utilizando-se de informação privilegiada a que teve acesso em função de cargo ou função, ou de mecanismos ardilosos de forma a deturpar o funcionamento natural do mercado e obter lucros em prejuízo de determinada contraparte ou do mercado.

Atente-se que um sistema hígido não evita necessariamente a percepção de prejuízos – decorrência normal de risco negocial – mas evita a percepção de

⁴² Definição de “especular” conforme CD-Rom “Dicionário Aurélio Eletrônico – Século XXI”.

⁴³ POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law*. Boston Toronto e Londres: Law School Casebook Series, 1992, p. 445.

prejuízos em função de assimetria informacional ou da atuação ilegal ou abusiva dos agentes de mercado.

CAPÍTULO 3 – AUTO-REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

3.1 Noções Gerais

A “auto-regulação” é uma modalidade de ação regulatória exercida pelos próprios agentes a que se destina. O pressuposto implícito é que a regulação é benéfica para o grupo, que explica este aparente paradoxo: uma vez que a regulação de determinada atividade provoca relativo cerceamento de sua liberdade, por que os próprios agentes haveriam de tomar a iniciativa de se auto-regular?

Os agentes se auto-organizam porque são os maiores interessados na qualidade da regulação de sua atividade, e, por serem os maiores conhecedores do ramo em que atuam, conseguem efetivamente estabelecer padrões de qualidade e normas de conduta de forma freqüentemente muito mais eficiente do que o Estado, através de uma ou mais agências específicas, seria capaz.

Em termos mais específicos, pode-se afirmar que a iniciativa de determinada coletividade se auto-regular tem como objetivos: proteger os participantes desta determinada indústria da intervenção estatal, ou de regulação estatal que seja executada de modo distorcido e com o fito de privilegiar programas de interesse do Governo em prejuízo do público e da indústria, realizando espécie de regulação privada “preventiva”; estabelecer regras de boa convivência entre os próprios participantes, garantindo segurança jurídica e previsibilidade de suas relações, inclusive quando se tratar de controvérsias e punições; e aumentar a credibilidade da atividade, atraindo mais investimentos para o setor.

Verifica-se que os objetivos da auto-regulação podem ser benéficos ao mercado, apresentando-se como relevante alternativa ao aperfeiçoamento do mercado de capitais e de sua estrutura regulatória. No entanto, determinadas fragilidades inerentes a esta iniciativa – principalmente no que tange a dificuldade de se compatibilizar o intento lucrativo de seus participantes com o desempenho de atividade regulatória isenta de conflitos de interesses – devem ser remediadas sob pena de transformá-la em falha de mercado.

3.2 Espécies

A auto-regulação pode ser imposta por lei, denominando-se auto-regulação legal; ou facultativa, denominando-se auto-regulação voluntária, e pode ser executada de inúmeras formas.

3.2.1 Auto-Regulação Legal

Nesta modalidade de auto-regulação, determinadas entidades privadas têm poderes e deveres expressamente delegados por lei para o desempenho de certas atividades, atuando como órgão auxiliar do ente estatal, editando normas às quais seus membros devem submeter-se, bem como fiscalizar seu cumprimento.

No mercado de capitais, são entidades desta espécie as bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros, que, apesar de terem surgido da livre iniciativa organizacional dos agentes, receberam tratamento legislativo em função da importante função econômica do mercado secundário (de conferir liquidez aos papéis transacionados em seu recinto ou sistema de negociações) para o mercado de capitais, que torna fundamental que tais recintos – as bolsas – funcionem adequadamente.

Assim, frente à crônica limitação de recursos estatais e seguindo exemplo da congênere americana SEC, a lei optou por delegar às bolsas determinadas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários. Operando sob supervisão da CVM, às bolsas, nos termos do parágrafo 1º do art. 17 da Lei nº 6.385/76, *“incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”*.

Importante notar que supervisão *“não se confunde com subordinação hierárquica”*⁴⁴, pois a excessiva interferência usurparia o caráter privado da entidade e o próprio objetivo da iniciativa, caracterizando “captura” estatal de entidade privada. Por supervisão, entende-se a verificação pelo Estado se as atividades delegadas por lei à auto-regulação estão sendo cumpridas adequadamente, intervindo somente quando verificadas situações anormais.

Um dos primeiros presidentes da SEC, William O. Douglas⁴⁵, resume a idéia central da estratégia regulatória adotada na delegação de competências às bolsas:

“(...) letting the exchanges take the leadership with Government playing a residual role. Government would keep the shotgun, so to speak, behind the door, loaded, well oiled, cleaned, ready for use but with the hope it would never have to be used.”

A estrutura das bolsas e dos mercados de balcão é regulamentada pela Instrução CVM nº 461/07, editada no contexto da desmutualização da BM&F e BOVESPA – reestruturação societária em que as referidas bolsas deixaram

⁴⁴ WALD, Arnoldo. Auto-Regulação e Mercado de Opções. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro n. 79, jul./set. 1990.

⁴⁵ Citado por LOSS, Louis, *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston and Toronto: Little, Brown and Company, 1983. p. 616.

de ser associações sem fins lucrativos para se tornarem sociedade de capital aberto – frente à preocupação de que o intento lucrativo prejudicasse as atividades regulatórias dessas entidades.

Visando especificamente minimizar eventuais conflitos de interesses que poderiam advir, a referida Instrução impõe a segregação das atividades empresariais das atividades regulatórias; estabelece regras especiais de fiscalização das negociações de valores mobiliários de emissão da respectiva entidade administradora (auto-listagem); e sujeita suas regras e procedimentos à aprovação da CVM.

3.2.1.1 Bovespa e BM&F

A BOVESPA se desmutualizou em 28.08.07, passando por reestruturação societária que envolveu, resumidamente, a criação da Bovespa Holding, que passou a possuir como subsidiárias integrais a BVSP (ex-Bovespa Serviços) – responsável pelas operações dos mercados de bolsa e de balcão organizado – e a CBLC – responsável pela prestação de serviços de liquidação, compensação e custódia; e a constituição da Bovespa Supervisão de Mercados – associação civil sem fins lucrativos com autonomia orçamentária, e responsável pelas atividades de auto-regulação, detida em partes iguais pela CBLC e pela BVSP.

Já a BM&F reestruturou-se em 01.10.07, editando novo estatuto social, que incorporou elevados padrões de governança corporativa que permitiram que suas ações fossem listadas em segmento especial da BOVESPA (“Novo Mercado”); e constituindo Conselho de Auto-Regulação, Departamento de Auto-Regulação e Diretor de Auto-Regulação, órgãos segregados dos demais dentro da companhia.

3.2.2 Auto-Regulação Voluntária

A auto-regulação voluntária funda-se em bases contratuais, ou seja, seus membros se reúnem e submetem-se a determinadas regras de livre e espontânea vontade, e podem da mesma forma retirar-se livremente caso sintam-se prejudicados ou simplesmente não desejem mais integrá-la. Por tal motivo, em atenção ao princípio constitucional da livre associação⁴⁶, tal entidade só poderá sofrer qualquer tipo de intervenção estatal se descumprir a lei ou realizar práticas que prejudiquem o mercado, tal como o acobertamento de atividades ilegais ou práticas anti-competitivas, ocasião em que logicamente o Estado deverá intervir.

Suas atividades podem ser desempenhadas mediante o estabelecimento de padrões de conduta diferenciados; a certificação, através da concessão de selos de qualidade; a conferência de classificações; o monitoramento de seus agentes; o aconselhamento; e a arbitragem. Constantemente as entidades de auto-regulação optam pela cumulação destas atividades, o que logicamente permite maior eficácia regulatória. O estabelecimento de normas, ou a concessão de selo de qualidade, sem o monitoramento de seu cumprimento por óbvio pode tornar-se pouco efetivo.

3.2.2.1 Novo Mercado

A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa (práticas que envolvem maior transparência, equidade de tratamento dos acionistas e

⁴⁶ Art. 5, inciso XVII, Constituição Federal.

prestação de contas do que aquelas exigidas por lei) é relevante expressão de auto-regulação voluntária.

Com o objetivo de se manter competitiva frente ao mercado internacional⁴⁷, a BOVESPA implementou 4 segmentos especiais de listagem: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais, para as companhias que voluntariamente aderem a níveis de governança corporativa mais rígidos do que aquelas exigidas por lei. Os segmentos variam de acordo com o grau de compromisso da companhia com tais práticas, que considera o nível de dispersão de suas ações, a existência de ações preferenciais sem direito a voto, o número de membros independentes em conselho de administração, a adoção de padrões internacionais na elaboração das demonstrações financeiras anuais, o preço pago em oferta pública decorrente da aquisição de controle, e a adoção da câmara de arbitragem do mercado na solução de conflitos.

As companhias tornam-se mais competitivas ao aderirem a níveis diferenciados de governança corporativa por se tratar de maneira efetiva e comprovada de se aumentar o valor das empresas – uma vez constatado que os investidores se dispõem a pagar entre 18% e 28% a mais pelas ações de empresas que seguem padrões diferenciados de governança corporativa⁴⁸.

3.2.2.2 ANBID

⁴⁷ LEITE, Leonardo Barém. A Lei das Sociedades Anônimas, 30 anos depois! Uma breve análise da evolução da legislação e da realidade do mercado brasileira, chegando-se ao momento atual – em tempos de Governança Corporativa, “IPO” e “Sarbanes-Oxley Act. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos (Coord.). *Sociedade Anônima – 30 anos depois da Lei 6.404/76*. São Paulo: Editora Quartien Latin do Brasil, 2007 p. 526.

⁴⁸ De acordo com o conhecido estudo “*Global Investor Opinion Survey*” realizado pela empresa de consultoria McKinsey. 2002. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com/client-service/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf>>. Acesso em 10.06.08.

A ANBID também desempenha atividades de auto-regulação submetendo seus membros – que se reúnem voluntariamente – ao cumprimento de normas de conduta mais rígidas referentes a fundos de investimento, ofertas públicas de valores mobiliários, serviços de custódia qualificada e controladoria, serviços bancários – cuja adesão e cumprimento implicam na concessão de “Selo ANBID” de qualidade. A ANBID também confere certificação aos profissionais de mercado que obtêm notas satisfatórias em seus exames e aderem a normas de conduta mais exigentes do que aquelas legalmente impostas, e supervisiona a conduta destes profissionais bem como dos produtos a que confere o “Selo ANBID”, podendo aplicar penalidades em caso de descumprimento às suas normas.

A CVM e a Associação vêm negociando a celebração de convênio com o objetivo de coordenar esforços na concessão de registros⁴⁹, permitindo que estes sejam concedidos com maior agilidade. A idéia é que os agentes de mercado tenham a opção de realizar registro simplificado via ANBID⁵⁰. O convênio está atualmente sendo apreciado pelo Colegiado e em breve será colocado em audiência pública para que o mercado possa fazer sugestões e comentários sobre a matéria.

3.3 Vantagens

Por estarem inseridos no mercado objeto de regulação, os auto-reguladores possuem conhecimento técnico que o administrador público não tem – o que lhes confere capacidade de produzir normas de mais qualidade em

⁴⁹ De acordo com artigo de JÚNIOR, Altamiro Silva Júnior. Anbid começa em agosto a analisar emissões de dívida. Veiculado no Valor Econômico de 11.06.08, a partir de agosto empresas interessadas em fazer emissões de debêntures ou notas promissórias terão opção de procedes ao registro simplificado via ANBID.

⁵⁰ FREGONI, Silvia. CVM prepara convênio com a ANBID para ampliar regulação. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/ultnot/agencia/2007/11/29/ult4469u14647.jhtm>>. Acesso em 10.06.08.

resposta às mutações do mercado, evitando que a demora no fornecimento de respostas pelo regulador estatal desacelere o desenvolvimento pleno do mercado⁵¹. Possui ainda capacidade de rever suas normas e procedimentos em ritmo que acompanha o dinamismo do mercado, visto que escapa da burocracia e lentidão a que a atividade estatal se sujeita. Apesar do advento da “audiência pública” ter resolvido em parte o problema, especialmente no âmbito da comunicação, seguramente não o fez no que tange à velocidade das decisões.

Já foi comprovado⁵² que a falta de recursos e de conhecimentos técnicos prejudica a capacidade do regulador estatal regular adequadamente, por não lhes permitir editar normativos eficientes por não possuírem conhecimentos técnicos com a devida profundidade.

Neste sentido, o ente auto-regulador desempenha importante papel no estabelecimento de padrões diferenciados de conduta, regulamentando determinadas matérias em grau de detalhe que permite o estabelecimento de instituições, produtos e serviços bastante diversificados, atendendo melhor às diferentes demandas dos agentes do mercado. A prática é facilitada visto que a legislação pertinente ao mercado de capitais constantemente opta por conceitos e padrões relativamente subjetivos justamente para evitar o estabelecimento de entraves a um mercado que se encontra em constante evolução.

A opção é acertada já que o Estado não possui o devido conhecimento técnico para detalhar excessivamente, sendo adequada a técnica legislativa em que o regulador traça linhas gerais e a auto-regulação se ocupa do

⁵¹ “Model for Effective Regulation”, IOSCO Report, 2000. Disponível em <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>>. Acesso em 10.06.08.

⁵² CARVAJAL, Ana; ELLIOT, Jennifer. *IMF Working Paper – Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis*. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030688#PaperDownload>. Acesso em 10.06.08.

detalhamento e aconselhamento – o que permite que o mercado, se forma muito mais eficiente do que faz a lei, se ocupe de estabelecer as normas mais eficientes a serem seguidas.

Como exemplo desta prática, podemos citar o tratamento normativo conferido nos EUA aos procedimentos de segregação de atividades potencialmente conflitantes nas instituições financeiras (*Chinese Wall*). Na ocasião, a SEC identificou a fragilidade dos procedimentos existentes à época, constatou que a norma pertinente à matéria era excessivamente subjetiva, e apontou determinados pontos mínimos que deveriam ser adotados para o estabelecimento de um *Chinese Wall* eficiente, conferindo às entidades auto-reguladoras a incumbência de normatizar detalhadamente a matéria e fiscalizar seu cumprimento⁵³.

Outro exemplo são os segmentos especiais da Bovespa, que tem obtido cada vez maior adesão de forma absolutamente voluntariosa.

O alto nível de especialização do ente auto-regulador ainda evita o crescimento excessivo do aparelho estatal, pois na ausência de atuação de entidade auto-reguladora, possivelmente o Estado se viria obrigado a criar inúmeros braços especializados para regular diferentes matérias, provocando aumento de custos e ineficiência⁵⁴.

A adesão e receptividade às normas e procedimentos de entidades auto-reguladoras pelos participantes também é facilitada quando comparada às

⁵³“91-45 NASD/NYSE Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures”, 1991. Disponível em: <http://finra.complinet.com/finra/display/display_content.html?rbid=1189&element_id=1159004097>

⁵⁴ KARMELO, Roberta S, em discurso ao *Financial Women's Association of New York*, em 19.05.78, *Commissioner* da SEC à época, exaltou o lento ritmo de crescimento da SEC apesar do significativo aumento de suas responsabilidades, conferindo tal resultado à confiança na auto-regulação (*Self-*

normas emanadas pelo regulador estatal, visto que os participantes possuem maior consciência da importância do cumprimento de tais normas, participam efetivamente de sua elaboração, bem como sentem-se moralmente compelidos ao cumprimento. Conseqüentemente, o custo com a fiscalização do cumprimento (*enforcement*) de suas normas é significativamente reduzido, visto que é extremamente constrangedor descumprir normas das quais se participou da elaboração, e às quais se aderiu voluntariamente.

Em razão da superioridade técnica na gestão de recursos dos membros integrantes de entidade de auto-regulação, aliado ao fato dos custos da auto-regulação serem suportados pelos próprios agentes – o que não ocorre com agência estatal – há ainda forte estímulo para que a estrutura seja o mais eficiente possível, pois se os custos da estrutura auto-regulatória forem excessivos ela deixa de valer a pena.

Um dos principais benefícios a serem experimentados refere-se à redução dos custos envolvidos na regulação estatal. Além dos custos financeiros, que são significativos, reduzem-se ainda os custos regulatórios, relativos a eventuais impactos negativos que poderiam advir de regulação, mais comuns quando desempenhada por órgão relativamente “distante” da atividade em questão, que não os percebe com tanta rapidez quanto os próprios agentes. Desonerando-se, permite-se que o Estado concentre seus recursos em setores mais sensíveis.

3.4 Problemas

Apesar dos inúmeros benefícios que poderiam decorrer da auto-regulação, existem potenciais problemas que podem prejudicar seu funcionamento adequado e até mesmo inviabilizá-la, caso não sejam devidamente enfrentados.

O principal problema se refere à dificuldade de se harmonizar o propósito lucrativo individual dos participantes de determinada indústria com o propósito coletivo de exercer funções auto-regulatórias de qualidade. Poderia ocorrer a problemática situação dos participantes de determinada indústria se utilizarem da estrutura auto-regulatória para prejudicar concorrentes específicos, ou estabelecerem práticas anti-competitivas que favorecessem a indústria em detrimento do público.

O desafio que se coloca é como evitar o “corporativismo” tão comum nas associações da classe brasileiras, cujo desenvolvimento está muito atrelado a um passado onde seu papel era o de servir como o “lobby” da indústria.

No caso das bolsas de valores especificamente, onde uma mesma entidade concentra atividades empresariais e regulatórias, a preocupação é ainda mais evidente, visto que sem a efetiva segregação das atividades a colisão de interesses é praticamente certa. Com o processo de desmutualização das bolsas, as corretoras passaram a ser simultaneamente acionistas e regulados. Assim, considerando que são os acionistas que elegem e destituem seus administradores, é difícil supor que estes teriam autoridade para regulá-los.

Existe ainda dificuldade de se manter a imparcialidade no momento de aplicação de sanção aqueles agentes que movimentam significativas quantias já que sua receita é determinada em função do volume de operações realizadas;

supervisão das negociações das ações da própria bolsa (auto-listagem), visto que nesta hipótese a bolsa estaria literalmente encarregada de se auto-regular.

Por outro lado, frente ao intento lucrativo das bolsas, e da crescente competição, a credibilidade de sua atividade regulatória passa a ser questão central, pois suas receitas serão diretamente proporcionais à qualidade de suas atividades. A ocorrência de conflitos ou quaisquer eventos desabonadores conduziriam os agentes a optarem pela negociação em outra bolsa.

Outro problema identificado, essencialmente nos EUA em virtude da grande quantidade de organizações auto-reguladoras existentes naquele país, foi o alto grau de redundância regulatória nos exames de certificação e na elaboração de normas. Os profissionais de mercado que são membros de diversas associações de auto-regulação devem realizar inúmeros exames de conteúdo muito semelhantes, o que os toma muito tempo além de ser excessivamente custoso. Apesar das tentativas da SEC e das entidades auto-reguladoras de reduzir tais ineficiências realizando processos coordenados, a competição entre os auto-reguladores têm dificultado tal processo⁵⁵.

Ainda mais problemática do que a redundância é a existência de contradição normativa e interpretativa entre regulador estatal e o auto-regulador. Atente-se que é perfeitamente admissível que a auto-regulação produza normas mais exigentes aos seus membros – prática comum e positiva – e puna seus membros por eventuais irregularidades com base nestas normas. Admite-se ainda que o auto-regulador exija o cumprimento e puna seus membros pelo descumprimento das normas editadas pelo regulador estatal. Porém, já não é razoável supor que este puna seus membros pelo

⁵⁵ SIA STAFF. Reinventing Self-Regulation – White Paper for the Securities Industries Association – SIA. Disponível em: <<http://www.sifma.org/regulatory/reinventingselfreg.html>>. Acesso em 10.06.08.

descumprimento de norma elaborada pelo regulador estatal, com base em interpretação diversa deste.

A situação provocaria insustentável insegurança jurídica, visto que seria possível a hipótese absurda de determinado agente ser absolvido pelo regulador estatal e posteriormente punido pelo auto-regulador por irregularidade com base em norma que o próprio autor da norma julgou inexistir. Nessas hipóteses, observe-se que o melhor intérprete de determinada norma é seu próprio autor, cabendo ao auto-regulador elaborar norma própria expressando o que julga irregular, conferindo previsibilidade aos seus agentes.

CONCLUSÃO

Diante do imperativo de se manter o ritmo crescente do desenvolvimento do nosso mercado de capitais e da possibilidade de se alcançar uma maior eficiência regulatória mediante a atuação conjunta dos reguladores estatais e dos auto-reguladores, seja em regime de cooperação ou de forma voluntariosa, é difícil imaginar até onde a auto-regulação pode chegar.

Ultrapassado o debate sobre a utilidade ou fundamento da regulação, o crescimento da iniciativa observado mundo afora levanta questões atinentes à melhor execução da atividade regulatória, em ritmo que acompanhe a dinamicidade do mercado – discussão que transcende as questões habituais sobre a intervenção do Estado no domínio econômico. Visto que a boa regulação é do interesse de qualquer coletividade de regulados, a discussão passa a dizer respeito à divisão de trabalho, e da complementaridade entre a auto-regulação e a regulação convencional.

Para tanto, determinados problemas inerentes à auto-regulação – como os conflitos de interesses, interpretações divergentes do regulador estatal, e práticas anti-competitivas – devem ser devidamente enfrentados, sob pena de prejudicar o mercado e inviabilizar a atuação conjunta destas entidades. Neste sentido, a imposição de segregação de atividades e a supervisão estatal no caso das bolsas; e a preocupação das entidades auto-regulatórias em manter boa reputação de seus participantes e da atividade regulatória por ela desempenhada se apresentam como soluções satisfatórias ao momento atual. É possível que novos problemas advenham com a prática, devendo no entanto ser remediados à medida que se façam presentes, não sendo razoável que sua potencialidade inviabilize a iniciativa.

Importante notar que a preocupação dos participantes de determinada indústria auto-regulada com sua reputação é dotada de expressiva eficácia: só serão sentidos benefícios se a participação na entidade for vista com bons olhos pelo regulador estatal – que conseqüentemente intervirá menos, e pelo mercado em geral – que optará por contratar serviços e comprar produtos dos agentes que se submetam às normas de entidade de auto-regulação de credibilidade.

O resultado é o mais adequado, pois a própria lógica regulatória estimula que a atividade seja desenvolvida com a maior qualidade possível, pois, caso a entidade de auto-regulação desempenhe suas atividades em prejuízo da competitividade, ou maquiando atividades antiéticas ou ilícitas de seus participantes, possivelmente sofrerá intervenção estatal e conseqüentemente perderá poder e credibilidade. Por outro lado, se os serviços e produtos disponibilizados por membros de determinada associação auto-regulatória forem de qualidade inferior aos daqueles oferecidos por membros de outra associação, ou por agentes independentes, o mercado irá preterir-los aos membros daquela associação, o que da mesma forma provoca perda de poder, de credibilidade e da própria razão de existir.

Assim, considerando os objetivos da regulação estatal – impostos por lei e pela própria Constituição – é possível afirmar que a auto-regulação é imprescindível para o mercado de capitais brasileiros, pois atua onde o Estado falha, permitindo que este se desonere, concentre seus esforços em áreas mais sensíveis e que suas limitações não representem entraves ao desenvolvimento do mercado.

BIBLIOGRAFIA

ARAGÃO, Alexandre Santos de. O princípio da eficiência. In: Revista de Direito Administrativo. Rio de Janeiro, v. 237, p. 1 – 6, jul./set. 2004.

BLACK, Bernard S. *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182169#PaperDownload>. Acesso em 10 jun. 2008.

BLUNDELL, John; ROBINSON, Colin. *Regulação sem o Estado*. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 2000. 49 p.

CAMINHA, Uinie. Eficiência Alocativa das Normas de Direito Societário em Relação ao Acionista Minoritário. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 116, p. 194 – 199, out./dez. 1999.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1996. 183 p.

CARVAJAL, Ana; ELLIOT Jennifer. *IMF Working Paper – Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030688#PaperDownload>.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & ARAGÃO, Leandro Santos (Coord.). *Sociedade Anônima – 30 anos depois da Lei 6.404/76*. São Paulo: Editora Quartien Latin do Brasil, 2007. 539 p.

CRUZ, Renato. O risco da reestatização. Disponível em: <<http://blog.estadao.com.br/blog/cruz/?blog=12&cat=125&page=1&disp=posts&paged=4>>.

EIZIRIK, Nelson Laks. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, 624 p.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1977. 145 p.

ESTRELA, Hernani. *Direito Comercial*. Rio de Janeiro: José Konfino Editor, 1969. 304 p.

FILHO, Alberto Venâncio. *A Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1968. 536 p.

FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992. 885 p.

FREGONI, Silvia. CVM prepara convênio com a ANBID para ampliar regulação. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/ultnot/agencia/2007/11/29/ult4469u14647.jhtm>>
Acesso em 10.06.08.

FREUND, Caroline. *Trade, Regulations, and Growth*. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2006/trade/pdf/freund.pdf>>
Acesso em 10.06.08.

IOSCO Report: *Model for Effective Regulation*. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>>. Acesso em 10.06.08.

IOSCO Report: *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponível em: < <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf> >. Acesso em 10.06.08.

KARMEL, Roberta S. *Self-Regulation in the Securities Industry*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1978/051978karmel.pdf> . p.6> Acesso em 10.06.08.

LOSS, Louis. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston and Toronto: Little, Brown and Company, 1983. p. 616.

MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto-regulação. In: Revista de Direito Administrativo. São Paulo, v. 228, p. 121 – 128. abr./jun. 2002.

MELLO, Pedro Carvalho. Uma avaliação da regulação do mercado de capitais, segundo a ótica de custos e benefícios. *Revista da CVM*. Rio de Janeiro, n. 32, p. 24 – 44, set. 2000.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 553 p.

POSNER, Richard. Theories of Economic Regulation. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w0041.pdf> >. Acesso em 10.06.08.

POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law*. Boston Toronto e Londres: Law School Casebook Series, 1992, 445 p.

ROSAS, Rafael. *Para presidente da CVM, mercado de capitais manterá ritmo de crescimento*. Disponível em: <<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/valor/2007/10/10/ult1913u77172.jhtm>>. Acesso em 10.06.08.

SIA STAFF. *Reinventing Self-Regulation – White Paper for the Securities Industries Association* – SIA. Disponível em: <<http://www.sifma.org/regulatory/reinventingselfreg.html>>. Acesso em 10.06.08.

SZTAJN, Rachel; ZYLBESZTAIN, Décio (Coord.). *Direito & Economia – Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 315 p.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações (comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940)*. 3ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1959. v. 3, 445 p.

WALD, Arnoldo. Auto-regulação e mercado de opções. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 79, p. 17 – 22, jul./set. 1990.

WILLIAMSON, John. *Latin American Adjustment: how much has happened*. Washington D.C.: Institute for International Economics, 1990. 467 p.

YILMAZ, Yesim. *Regulação Privada*. Rio de Janeiro: 2001, 60 p.

RESUMO

Esta monografia aborda aspectos pertinentes a crescente expressividade da auto-regulação – atividade regulatória desempenhada pelos próprios agentes de determinada indústria com o objetivo de torná-la mais eficiente – no mercado de capitais brasileiro. A iniciativa, ainda relativamente pouco aproveitada no país, tem se destacado nos mercados internacionais, pode tanto decorrer da lei, como ocorre com as bolsas de valores, como se dar de forma voluntariosa, como ocorre nas hipóteses em que agentes aderem a normas de conduta mais exigentes do que as legalmente impostas como forma de tornarem-se mais competitivas. Os efeitos da expansão da auto-regulação podem ser extremamente positivos, permitindo que as empresas optem por diferentes níveis de governança de acordo com seus melhores interesses e que os investidores possam optar por diferentes níveis de qualidade de produtos e serviços. Por outro lado, determinados problemas devem necessariamente ser identificados e enfrentados. O objetivo central é permitir que o próprio mercado, com seus diferentes níveis de participantes, se regule com maior independência da lei e do Estado, permitindo que o mercado evolua com maior desenvoltura.

Palavras Chave: Auto-Regulação, Regulação, Mercado de Capitais, Bolsas de Valores, Conflitos de Interesse.

A AUTO-REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

por

JULIA DAMAZIO DE BARROSO FRANCO

Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Orientador: Julian Fonseca Peña Chediak

2008.1

*Dedico esta monografia ao meu pai, pela
segurança e racionalidade, e minha mãe, pela
maluquice.*

