

KARIN BERGIT JAKOBI

**A ATUAÇÃO DA CVM NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E NA
CONSAGRAÇÃO DO *FULL DISCLOSURE*, SOB O ENFOQUE DA
ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito, Centro de Ciências Jurídicas e Sociais da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Econômico e Socioambiental.

Orientadora: Prof^a. Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro.

**CURITIBA
2011**

KARIN BERGIT JAKOBI

**A ATUAÇÃO DA CVM NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E NA
CONSAGRAÇÃO DO *FULL DISCLOSURE*, SOB O ENFOQUE DA
ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO**

Dissertação aprovada como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito Econômico e Socioambiental, Programa de Pós-Graduação em Direito, Centro de Ciências Jurídicas e Sociais da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

COMISSÃO EXAMINADORA

**Professora Doutora Marcia Carla Pereira Ribeiro
Programa de Pós-Graduação em Direito
Pontifícia Universidade Católica do Paraná**

**Professor Doutor Antonello Tarzia
Departamento de Direito Público da Economia
Università Commerciale Luigi Bocconi – Milão – Itália**

**Professor Doutor Luiz Alberto Blanchet
Programa de Pós-Graduação em Direito
Pontifícia Universidade Católica do Paraná**

Curitiba, 24 de fevereiro de 2011

Para o desenvolvimento científico
Para os meus pais, Paul Robert e Maria Rosa
Para o meu irmão, Paul Joseph
Para Elizabeth Cristina Bürgel

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Paul Robert Joseph Jakobi e Maria Rosa Riskalla Jakobi, pelo amor incondicional e pelo constante apoio e incentivo à educação de seus filhos.

Ao meu irmão, Paul Joseph Jakobi, pelo companheirismo e amizade de sempre.

À minha avó Glacy Riskalla, pelo carinho e conforto sem igual. À minha avó Ivette Zanello Jakobi, pelo exemplo de dedicação ao mundo acadêmico.

À minha querida orientadora, Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro, professora estudiosa, inteligente, dedicada, acessível e sempre preocupada em estimular o raciocínio dos alunos. Agradeço-lhe pela confiança que em mim depositou e pelo entusiasmo e preciosismo com que conduziu este trabalho desde o início.

À Elizabeth Cristina Bürgel, que além de ter o dom de ensinar com paciência, é uma grande amiga e um exemplo de ser humano iluminado.

Ao amigo Antonio Almeida, pela sabedoria de seus ensinamentos.

Ao Juiz de Direito Benjamim Acácio de Moura e Costa e à Des. Federal do Trabalho Marlene T. Fuverki Suguimatsu, magistrados brilhantes e exemplares, sempre dedicados à aplicação do Direito como instrumento voltado ao alcance de uma sociedade mais justa e solidária.

À Eva Curelo, pela competência e presteza com que realiza seu trabalho no âmbito do PPGD da PUC-PR.

Aos colegas de gabinete, pelo apoio e compreensão.

À querida amiga Carlize Regina Nascimento, pelos intensos debates a respeito da proposta desta pesquisa.

Aos professores Alexandre Faraco, Alvacir Alfredo Nicz, Carlos Frederico Marés de Souza Filho, Flávia Piovesan, Frederico Simionato, Heline Sivini Ferreira, Roberto Catalano Ferraz, Rodrigo Sanches Rios, Roland Hasson, Romeu Bacellar, pelos instigantes debates propostos dentro e fora da sala de aula e por tudo o que me foi ensinado.

Aos colegas que se tornaram verdadeiros amigos, Alessandra Boskovic, Camila Penteado, Carlos Geraldo Teixeira, Christopher Marcantoni, Danilo Andreato, Débora Lemos, Ingrid Althaus, José Osório do Nascimento Neto, Leila Dissenha, Mariane Shiohara, Marina Ferenczy, Maureen Sansana, Priscila Ferraresi, Saulo de Tarso, Sérgio Eidi, Tássia Urbano, Valter Otaviano.

Pelo carinho de sempre e pela compreensão quanto à minha ausência em suas vidas em razão das horas de estudo, agradeço às minhas primas Lisiane Riskalla e Luiza Riskalla Boiko; às minhas amigas Amaralina Linzmayer, Beatriz Archer Patrial, Fabrícia Alcantara, Gabriela Nery, Marcela Strobel Wosniaki, Naiana Camargo Martins e Paula Pessoa Pereira; aos meus primos André Riskalla, Daniel Riskalla Boiko, Elias Riskalla Boiko, Gabriel Riskalla e Pedro Riskalla; aos meus amigos Bruno Barrozo Herkenhoff Vieira e Jeferson Teodorovicz.

Aos Irmãos Maristas que contribuem, desde minha infância, para minha formação acadêmica.

A todos que tenham colaborado, direta ou indiretamente, para o desenvolvimento deste trabalho acadêmico.

“O mecanismo de mercado, que desperta paixões favoráveis ou contrárias, é um sistema básico pelo qual as pessoas podem interagir e dedicar-se a atividades mutuamente vantajosas. Por essa perspectiva, é difícil pensar que um crítico razoável poderia ser contra o mecanismo de mercado em si. Os problemas que surgem se originam geralmente de outras fontes – não da existência dos mercados em si – e incluem considerações como o despreparo para usar as transações de mercado, o ocultamento não coibido de informações ou o uso não regulamentado de atividades que permitem aos poderosos tirar proveito de sua vantagem assimétrica. Deve-se lidar com esses problemas não suprimindo o mercado, mas permitindo-lhe funcionar melhor, com maior equidade e suplementação adequada. As realizações globais do mercado dependem intensamente das disposições políticas e sociais.

Amartya Sen (Prêmio Nobel de Economia).
Desenvolvimento como Liberdade, 2000.

RESUMO

A pesquisa aponta para o papel e a importância da Comissão de Valores Mobiliários na regulação do mercado de capitais do país, sob o enfoque da Análise Econômica do Direito, teoria utilizada para embasar e justificar, entre outras questões, a necessidade de regulação da economia. Uma das premissas para a aplicação da AED é a de que o mercado apresenta falhas, as quais prejudicam o desenvolvimento eficiente da economia e precisam, portanto, ser corrigidas. Uma dessas falhas é a assimetria de informações entre os agentes econômicos. A referida falha se acentua no contexto do mercado de capitais, em que a informação exerce influência significativa nas decisões de investimento dos agentes. A existência de tais distorções justifica a necessidade de regulação da economia com o propósito de sua correção. A regulação é uma das formas de intervenção do Estado no domínio econômico. O trabalho analisa as modalidades de intervenção na economia, com enfoque preferencial na intervenção indireta e na regulação econômica, especialmente por meio da atuação de instituições como as agências reguladoras. Para os teóricos da AED, a existência de instituições respeitadas, representa fator essencial para o desenvolvimento da economia, pois exercem papel fundamental na organização da atividade econômica. Um mercado bem regulado torna-se mais confiável e previsível, reduz os custos de transação e atrai mais investidores, que contribuem para a capitalização das empresas produtivas do país, consideradas o núcleo de sua economia. No contexto do mercado de capitais, o papel de regulação é atribuído à Comissão de Valores Mobiliários que adotou como alicerce a política da *full disclosure*, provendo-se de diversos mecanismos para propiciar a maior transparência possível no mercado de capitais, tendo em vista a importância que a informação exerce sobre ele. A CVM exige registros, fiscaliza a divulgação de informações, aplica sanções administrativas, comunica o Ministério Público ao constatar ilícitos penais, especialmente o do uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), soluciona conflitos e atua como *amicus curiae* em processos judiciais, exercendo a importante competência de necessária regulação do mercado de capitais.

Palavras-chave: AED, Intervenção, Regulação, CVM.

ABSTRACT

The research developed in this dissertation aimed to study the role and importance of the national Securities Commission (CVM) in regulating the capital market, from the standpoint of the Law and Economics, a theory that is applied to support and justify the need of regulating the economy. One of the premises of L&E is that the market has failures, which affect the efficient development of the economy. One of the failures is the *information asymmetry* among economic agents. That failure becomes even more relevant in the context of capital markets, where information has a significant influence on investment decisions. These distortions justify the need of regulating the economy, one of the modalities of state intervention in the economic domain. The research analyzed the modalities of intervention in the Economy, especially the indirect state intervention and the economic regulation by regulatory agencies. For L&E, the existence of respected institutions is vital to economic development, because of its fundamental role of organize the economic activity. A well-regulated market becomes more reliable and predictable, reduces transaction costs and attracts more investors, contributing to the capitalization of the productive enterprises of the country – considered the heart of its economy. In the context of capital markets, the regulatory role was assigned to the CVM, which adopted the policy of “full disclosure”, because of the importance that information has on it. The CVM requires registrations, oversees the dissemination of information, applies administrative sanctions, informs the public prosecutor in the case of finding a criminal conduct – like insider trading, resolves conflicts and acts as *amicus curiae* in legal disputes. This institution fulfills the important function of regulating the capital market.

Key-words: L&E, Intervention, Regulation, CVM.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	15
2.1 ORIGENS, HISTÓRICO E APLICAÇÃO DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	15
2.1.1 Precursores.....	16
2.1.2 “A Primeira Onda” – movimento institucionalista	17
2.1.3 “A Segunda Onda”	19
2.1.3.1 Primórdios - Universidade de Chicago.....	19
2.1.3.2 Proposição do paradigma: Coase e Calabresi.....	20
2.1.3.3 Aceitação do paradigma pelos juristas (1973-1980)	22
2.1.3.4 Questionamento do paradigma (1976-1983)	23
2.1.3.5 Reformulação do movimento	25
2.1.4 Análise Econômica do Direito no mundo	26
2.1.5 Análise Econômica do Direito no Brasil.....	28
2.1.6 Análise Econômica do Direito e as tradições da <i>Common Law</i> e da <i>Civil Law</i> ...	30
2.1.6.1 Breves noções	30
2.1.6.2 Os sistemas da <i>Common Law</i> e da <i>Civil Law</i> e a eficiência econômica	33
2.2 CONCEITO E OBJETIVOS DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	37
2.3 IMPORTÂNCIA DO ESTUDO CONJUNTO DE DIREITO E ECONOMIA	40
2.4 PREMISSAS PARA A APLICAÇÃO DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO	42
2.4.1 A escolha racional.....	43
2.4.2 A eficiência	47
2.4.3 As falhas de mercado.....	50
2.4.3.1 Assimetria de informações	51
2.4.3.2 Poder dispar entre os agentes.....	55
2.4.3.3 Externalidades	56
2.4.4 Teoria dos custos de transação	59
2.4.5 Teoria dos jogos	62
2.5 CRÍTICAS AO MOVIMENTO	66

3 INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO: A	
REGULAÇÃO DA ECONOMIA	70
3.1 O ESTADO E SEU POSICIONAMENTO ECONÔMICO.....	70
3.1.1 Estado liberal	70
3.1.2 Estado social.....	74
3.1.3 Estado regulador e a “terceira via”	76
3.2 O ESTADO BRASILEIRO E A ORDEM ECONÔMICA NA CONSTITUIÇÃO	
FEDERAL DE 1988.....	81
3.3 MODALIDADES DE INTERVENÇÃO NA ECONOMIA.....	85
3.4 INTERVENÇÃO INDIRETA DO ESTADO NA ECONOMIA	86
3.4.1 A regulação econômica.....	87
3.4.2 Entes reguladores	93
3.4.2.1 Agências reguladoras.....	93
3.4.2.1.1 Histórico	93
3.4.2.1.2 A expressão “agências reguladoras”.....	95
3.4.2.1.3 Natureza jurídica	96
3.4.2.1.4 Características.....	96
3.4.2.1.5 Críticas.....	97
3.4.2.2 Outros entes reguladores	98
3.4.3 A regulação do mercado de capitais	99
 4 O PAPEL DA CVM NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	
PARA A CONSAGRAÇÃO DO PRINCÍPIO DA “FULL DISCLOSURE”	108
4.1 A CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	108
4.2 BREVES NOÇÕES SOBRE A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	110
4.3 COMPETÊNCIA E OBJETIVOS DA COMISSÃO DE VALORES	
MOBILIÁRIOS	111
4.4 <i>FULL DISCLOSURE</i> , TRANSPARÊNCIA E INFORMAÇÃO	116
4.5 AS DIVERSAS CLASSES DE INFORMAÇÕES	124
4.6 A CRIMINALIZAÇÃO DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO	
PRIVILEGIADA – <i>INSIDER TRADING</i>	126
4.7 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E OS REGISTROS	128
4.8 FUNÇÃO NORMATIVA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	131
4.8.1 Regulamentos derivados da Lei 6.404/1976	134

4.8.2 Regulamentos derivados da Lei 10.303/2004	135
4.8.2.1 A Instrução CVM 358/2002	135
4.8.2.2 A Instrução CVM 369/2002	136
4.9 ATUAÇÃO PREVENTIVA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	136
4.10 FUNÇÃO FISCALIZADORA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS ..	137
4.11 FUNÇÃO REPRESSIVA DA CVM.....	138
4.11.1 Processo administrativo sancionador	138
4.11.2 Sanções administrativas	139
4.12 A CVM COMO ÓRGÃO JULGADOR E SOLUCIONADOR DE CONFLITOS.....	141
4.13 TERMO DE COMPROMISSO FIRMADO COM A CVM	142
4.14 A CVM COMO <i>AMICUS CURIAE</i> NOS PROCESSOS JUDICIAIS.....	143
4.15 A CVM E O MINISTÉRIO PÚBLICO.....	145
4.16 A CVM E A PROTEÇÃO COLETIVA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS.....	146
4.17 A CVM E A GLOBALIZAÇÃO.....	147
 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	148
 REFERÊNCIAS	153
 DOCUMENTOS CONSULTADOS.....	161

1 INTRODUÇÃO

Essa pesquisa objetivou estudar o papel e a importância da atuação da Comissão de Valores Mobiliários na regulação do mercado de capitais do país, sob o enfoque da teoria da Análise Econômica do Direito, utilizada para embasar e justificar a necessidade de regulação da economia.

Desse modo, o trabalho terá início com o estudo da Análise Econômica do Direito, teoria que tem adquirido cada vez mais adeptos, em razão das inúmeras contribuições que proporciona ao Direito e à Economia ao valorizar a interdisciplinaridade entre as matérias e realizar seu estudo conjunto, colaborando, inegavelmente, para o desenvolvimento econômico do país.

Uma das premissas da Análise Econômica do Direito é a de que o mercado apresenta falhas, as quais prejudicam o desenvolvimento eficiente da economia e precisam, portanto, ser corrigidas. Uma dessas falhas é a assimetria de informações entre os agentes econômicos, que se verifica quando um possui mais informações do que o outro no momento da negociação. Essa distorção apresentada pelo mercado torna-se ainda mais grave no contexto do mercado de capitais, em que a informação exerce influência extremamente significativa nas decisões de investimento dos investidores. Justifica-se, por tais razões, a necessidade de intervenção estatal neste setor da economia, por meio da regulação do mercado, para que as referidas falhas sejam corrigidas.

A regulação do mercado, uma das formas de intervenção do Estado no domínio econômico, norteia o exercício da atividade econômica regulada, pois além de limitar a atuação dos agentes econômicos, ela os induz a escolher, dentre as diversas opções, as que sejam mais benéficas para o crescimento eficiente da economia.

Uma das formas de realizar a regulação do mercado se dá por meio da atuação das agências reguladoras e demais entes reguladores, instituições pertencentes à administração pública, dotadas de autonomia e independência, além de conhecimento técnico especializado no assunto de sua responsabilidade. No contexto do mercado de capitais, o papel de regulação foi atribuído à Comissão de Valores Mobiliários, que embora tenha sido criada muito antes do surgimento das agências no Brasil, adquiriu o *status* de agência reguladora por meio da Lei 10.411/2002, que lhe conferiu amplo grau de independência.

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei 6.385/1976, com o intuito de regular e julgar, administrativamente, as operações realizadas no âmbito do mercado de

capitais. Posteriormente, diversas outras leis promoveram alterações na Lei 6.385/1976, modificando sua estrutura, ampliando sua competência e também seu poder de polícia. O art. 5º da Lei 6.385/76 preceitua que a Comissão de Valores Mobiliários é entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

A Comissão de Valores Mobiliários exerce papel fundamental na regulação do mercado de capitais, principalmente no que concerne ao dever de informar. A agência, fundamentada essencialmente na política da *full disclosure*, utiliza-se de diversos mecanismos para propiciar a maior transparência possível no contexto desse mercado, tendo em vista a importância que a informação exerce sobre ele. Dentre outras atribuições, a Comissão de Valores Mobiliários exige registros, fiscaliza se as informações estão sendo prestadas, aplica sanções administrativas, comunica o Ministério Público no caso de ilícitos penais, especialmente o do uso indevido de informação privilegiada, também conhecido como *insider trading*, soluciona conflitos e atua como *amicus curiae* em processos judiciais. O papel das instituições na economia também é objeto de estudo da Análise Econômica do Direito, que preceitua que instituições fortes e respeitadas são essenciais para o desenvolvimento dos mercados.

Conforme será observado no decorrer deste trabalho, existe ampla evidência de que taxas mais altas de crescimento econômico são verificadas nos países cujos sistemas financeiros são mais desenvolvidos. Um mercado bem regulado torna-se mais confiável e previsível, reduz os custos de transação e atrai mais investidores, que contribuem para a capitalização das empresas produtivas do país, as quais são consideradas o núcleo de sua economia.

Todas essas questões serão analisadas neste trabalho, que foi dividido em três capítulos: 1) Análise Econômica do Direito; 2) Intervenção do Estado no Domínio Econômico: A Regulação da Economia e 3) O Papel da CVM na Regulação do Mercado de Capitais para a Consagração do Princípio da *Full Disclosure*.

No primeiro capítulo, serão estudados as origens, o histórico e a aplicação da Análise Econômica do Direito; seu conceito e seus objetivos; a importância do estudo conjunto de Direito e Economia; as premissas para aplicação da Análise Econômica do Direito e, por fim, as críticas a ela dirigidas.

No segundo capítulo, referente à intervenção do Estado no domínio econômico e à

regulação da economia, proceder-se-á a um breve estudo histórico acerca das interações entre Estado, Sociedade e Economia nas diferentes épocas, partindo do Estado Liberal para o Estado Social e, por fim, para o Estado Regulador e a “Terceira Via”. Será atribuída atenção especial à ordem econômica na Constituição Federal de 1988. Na sequência, serão analisadas as modalidades de intervenção na economia, delimitando-se o tema na intervenção indireta do Estado na Economia e na regulação econômica, especialmente por meio da atuação dos entes reguladores, tais como as agências reguladoras. Finalmente, será dado enfoque especial à regulação do mercado de capitais.

Por derradeiro, no terceiro capítulo, intitulado *O Papel da CVM na Regulação do Mercado de Capitais para a Consagração do Princípio da “Full Disclosure”*, proceder-se-á, de início, à análise da Comissão de Valores Mobiliários quanto à sua natureza jurídica, sua competência e seus objetivos, para então analisar qual seu papel na regulação desse mercado, como ente normatizador, fiscalizador, sancionador, e como se relaciona com o Poder Judiciário e o Ministério Público no exercício de suas funções.

2 A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

2.1 ORIGENS, HISTÓRICO E APLICAÇÃO DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

A Análise Econômica do Direito surgiu a partir do desenvolvimento das teorias econômicas e da atenção dos economistas para os assuntos jurídicos. Posteriormente, também passou a ser objeto de estudo pelos juristas. Para compreender o real significado e os objetivos da Análise Econômica, considera-se necessário realizar um estudo acerca do histórico do movimento e de suas diversas vertentes doutrinárias (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 53-54).

De acordo com Pinheiro e Saddi (2005, p. 83-85), apesar de ser uma única escola, o movimento de Direito & Economia possui diversas correntes de interpretação, que convergem em relação ao instrumental analisado, mas diferem quanto ao ponto de partida para a aplicação desses instrumentos. Citam, como exemplos das múltiplas vertentes, a Escola de Chicago, a Escola da *Public Choice*, os Institucionalistas e os Neo-Institucionalistas, o Movimento dos Estudos Críticos, dentre outros.

Cabanellas (2006, p. 23) ressalta que existe uma crença no sentido de que a Análise Econômica do Direito foi criada, a partir de 1960, pela Escola de Chicago, o que implica, porém, ignorar aspectos centrais não só do desenvolvimento da disciplina, mas também da ciência econômica em geral. No mesmo sentido, explica Forgioni (2006, p. 36) que as expressões “Escola de Chicago” e “Análise Econômica do Direito” são utilizadas de maneira excessivamente ampla, de modo que, sob o mesmo rótulo, acabam abrigando visões totalmente diversas. Frequentemente as expressões são empregadas como sinônimas, referindo-se ao movimento de vários teóricos ligados àquela Universidade.

Mackaay (2000, p. 65-117) é elucidativo ao tratar das diversas correntes relacionadas à Análise Econômica do Direito e ao seu desenvolvimento histórico, razão pela qual sua obra, intitulada “*History of Law and Economics*”, será utilizada como importante norte em relação a este item do trabalho. Ensina que essa idéia de aplicar conceitos econômicos para melhor compreender o Direito é muito antiga e remonta à década de 1950, mas durante as décadas de 1960 e 1970 a abordagem feita pela Escola de Chicago teve um reinado supremo. Ademais, depois dos debates que surgiram entre 1976 e 1983, outras abordagens surgiram, dentre as quais se destacaram a Neo-Institucionalista e a Austríaca. A teoria influenciou diversos

países, mas foi nos Estados Unidos da América que ela foi mais impactante.¹

Mackaay (2000, p. 67) ressalta, ainda, que é válido dividir a história da análise econômica em fases: a) Precursores, b) “A Primeira Onda” e c) “A Segunda Onda”, esta subdividida em I) *primórdios*, II) *proposição do paradigma*; III) *aceitação do paradigma*; IV) *questionamento do paradigma*; V) *reformulação do movimento*. Em razão da importância da matéria, será feito um estudo acerca de cada uma dessas fases, a partir da obra do referido autor, sem deixar de acrescentar, porém, ensinamentos de outros doutrinadores pertinentes à matéria.

2.1.1 Precursores

Segundo Mackaay (2000, p. 68), um dos precursores da Análise Econômica do Direito foi Adam Smith, com a obra *Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* – mais conhecida como “A Riqueza das Nações” – que depois passou a fazer parte do que se denominou Iluminismo Escocês. Adam Smith, sozinho, percebeu o papel dos especuladores e os efeitos da intervenção estatal no sistema de preços e das políticas protecionistas.² Passou a considerar o Direito, de forma utilitarista, como favorecedor do bem público e como um efetivo instrumento para a sua promoção.

Cabanellas (2006, p. 23) explica que desde suas origens, a ciência econômica dirige grandes esforços ao estudo das consequências do Direito sobre o sistema produtivo. Segundo o autor, Smith centrou-se em analisar os mecanismos de recolhimento de impostos e outros aspectos do Direito Tributário, e suas consequências sobre a economia. Além disso, também

¹ “The idea of applying economic concepts to gain a better understanding of law is older than the current movement, which goes back to the late 1950s. Key insights of law and economics can already be found in the writings of the Scottish Enlightenment thinkers. The Historical School and the Institutionalist School, active on both sides of the Atlantic between roughly 1830 and 1930, had aims similar to the current law and economics movement.

During the 1960s and 1970s the Chicago approach to law and economics reigned supreme. After the critical debates in the United States between 1976 and 1983, other approaches came to the fore. Of these, the neo-institutionalist approach and the Austrian approach, both corresponding to schools within economics proper, are worth watching.

Law and economics has progressively found its way to countries outside the United States. From the mid 1970s onwards it reached the English speaking countries, then other countries as well. In no country has law and economics had as much impact as it has in the United States”.

² “Adam Smith criou a célebre expressão “mão invisível” em referência aos efeitos de um mercado livre, sem intervenção, que seria suficiente para regular os preços ao patamar correto e à concorrência. A obra de Adam Smith é profundamente questionada por integrantes da Análise Econômica do Direito, entretanto, é a base para o desenvolvimento de uma doutrina de não-intervenção do Estado, a não ser nas hipóteses de falha de mercado, as quais não eram tratadas pelo economista do século XVIII” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 54).

tratou de temas como a importância e os efeitos do direito de propriedade e da administração da justiça, aspectos de Direito Constitucional, instituições de Direito Processual, entre outros.

Mackaay (2000, p. 68) explica que outros pensadores do final do século XVIII também apresentaram *insights* que hoje são considerados como parte da Análise Econômica. Destacam-se, entre eles, Beccaria e Bellamy, pelo dissuasivo efeito das sanções criminais, e Bentham, em seu cálculo de dores e prazeres, destinado a proporcionar a maior felicidade ao maior número de pessoas, por meio da reforma da legislação e do sistema jurídico.³

2.1.2 “A Primeira Onda” – movimento institucionalista

De acordo com Mackaay (2000, p. 69), a Análise Econômica do Direito tem origem européia, mas foi levada aos Estados Unidos por meio do antigo movimento institucionalista. Adquiriu proeminência a partir do estudo histórico intitulado “*Origins of Law and Economics*”, de Heath Pearson, com o subtítulo “*The Economists’ New Science of Law Movement 1830-1930*”. Destacam-se, dentre outros doutrinadores do antigo movimento institucionalista norte-americano, Duxbury, Hovenkamp, Mercuro e Medema.

Mackaay (2000, p. 69) explica que a questão principal discutida pelos proponentes do movimento centra-se em analisar como a propriedade e outros direitos foram determinados, histórica e funcionalmente, perante as diferentes sociedades. As noções trazidas pelos filósofos dos séculos XVI e XVII, no sentido de que esses direitos eram decorrentes do direito natural – idéia anterior ao sistema positivista – apresentava-se insatisfatória, pois não poderia explicar as variações do Direito no tempo e espaço. Mudanças nos direitos de propriedade, para eles, deveriam ter a expectativa de refletir mudanças nas condições econômicas.⁴

Dentre os alemães, destacaram-se proeminentes nomes, pertencentes à “Escola

³ “Os críticos dos doutrinadores que aplicam os conceitos econômicos à interpretação do Direito adotam geralmente a obra de Bentham ao afirmar que a Análise Econômica do Direito acaba por substituir os valores éticos por soluções baseadas na utilidade (eficiência), o que poderia conduzir a situações aberrantes (como o comércio de órgãos ou crianças), uma vez que a comercialização de um rim traria felicidade para vendedor e comprador: o primeiro porque teria pequena privação de atividades físicas, mas poderia usufruir de grande quantidade de dinheiro; e o segundo, porque teria prejuízo monetário, mas teria alcançado a sobrevivência, sem a qual o dinheiro não teria significado” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 55).

⁴ Cabanellas (2006, p. 24) indica, no final do século XIX, o desenvolvimento nos Estados Unidos da América da Escola Institucionalista, que se caracterizou pelo exame da estrutura e funcionamento das instituições sociais, o ceticismo pela economia de mercado e o intento de superar o inconformismo implícito nas teorias neoclássicas e marginalistas. Os institucionalistas entendem que a sistemática econômica da doutrina clássica não explicava de forma suficiente os fenômenos, na medida em que o método econômico necessitava analisar o contexto histórico e social e o desenvolvimento das instituições para que fosse possível explicar acontecimentos econômicos, o que levou grande parte dos economistas a se voltar ao Direito (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 56).

Histórica Alemã”, tais como John R. Commons, Gustave de Molinari, Carl Menger, Gustav Schmoller, Werner Sombart, Adolph Wagner (MACKAAY, 2000, p. 69).

A tese central do movimento, de que os direitos eram subordinados a condições econômicas e sociais, tornou-se amplamente aceita. Quando Marx insistiu nessas idéias em seus escritos de 1859 em diante, estava apenas expressando uma sabedoria já internalizada. Na década de 1870, o movimento ganhou apoio entre os seguintes juristas: Wilhelm Arnold, Otto Von Gierke, Rudolph Von Ihering, Henry Maine. Os adeptos realizaram estudos históricos de direitos da terra e das disposições contratuais para a sua exploração e verificaram a forma como as instituições variaram de acordo com cada contexto econômico, cultural, territorial. As conclusões obtidas – referentes a custos de transação e a escolhas racionais em ambiente de recursos escassos – relacionam-se com os estudos de economia e são até hoje os pilares do raciocínio econômico (MACKAAY, 2000, p. 69).⁵

Na seqüência, o movimento sofreu um declínio, que segundo Pearson (1997, p. 34-70) poderia ser atribuído a dois fatores. O primeiro foi o aumento da especialização dos cientistas sociais, que levou economistas a restringirem sua atenção a questões inquestionavelmente relacionadas a mercados. O segundo foi o excesso de reivindicações feitas para o movimento e a crescente imprecisão da metodologia “econômica” em que ele se baseou. Entende-se que, em parte, isso pode ser atribuído ao pobre estado de desenvolvimento da própria ciência econômica, considerando-se que a revolução marginalista somente preponderou na última parte do século XIX. Talvez em razão disso, alguns membros do movimento ficaram tentados a explorar as explicações que desviaram cada vez mais do modelo estritamente individualista de escolha racional para “conceitos holísticos” (MACKAAY, 2000, p. 70).

As conclusões obtidas pelos estudiosos do *Law and Economics* também não convenceram os juristas. Na década de 1930, o movimento desvaneceu-se como uma distinta contribuição da Economia para a compreensão do Direito. A importância das instituições nas restrições impostas às atividades econômicas foi enfatizada em 1991 e 1993, com os vencedores do prêmio Nobel em economia Ronald Coase (1992) e Douglass North (1994) (MACKAAY, 2000, p. 71).

⁵“The adherents of this approach engaged in a variety of historical studies of rights in land and contractual arrangements for its exploitation. The studies showed how the institutions varied, for instance according to the density of population, the quality of the soil and the type of exploitation. They investigated what was subject to individual rights, what was left as commons and what sharing rules were applicable to the latter. One finds here considerations of relative transactions costs familiar in current law and economics studies, but also acceptance of the wisdom embodied in institutions which have evolved in the course of history, a theme reflected in Hayek’s work in our day (Pearson, 1997, pp. 43-70). The explanations proposed may be properly called economic in that they rely on costs and benefits to individuals, who choose rationally in an environment of scarce resources. These are to this day the pillars of economic reasoning” (MACKAAY, 2000, p. 69).

É a partir dessa época que a Análise Econômica do Direito começa a ganhar corpo e grande número de adeptos, dentre eles alguns dos mais brilhantes economistas e juristas do Século XX (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 57).

2.1.3 “A Segunda Onda”

Mackaay (2000, p. 71) entendeu que seria útil, em termos didáticos, dividir a “Segunda Onda” do movimento nos seguintes períodos: os primórdios, a proposição do paradigma (1958-1973), a aceitação do paradigma (1973-1980), o questionamento do paradigma (1976-1983) e reformulação do movimento (1983 em diante). Diante de sua relevância, a divisão proposta pelo autor será utilizada como referencial para o estudo que se desenvolverá na sequência, que será complementado com ensinamentos de outros doutrinadores.

2.1.3.1 Primórdios - Universidade de Chicago

Segundo Cabanellas (2006, p. 25), a partir de 1930, desenvolve-se na Universidade de Chicago o movimento que conduziria à enorme expansão experimentada pela Análise Econômica do Direito na atualidade. Alguns fatos contribuíram para esse desenvolvimento: a entrada do economista Henry Simons na Faculdade de Direito da Universidade de Chicago; a influência do economista Aaron Director, que sucedeu Henry Simons e que foi o primeiro diretor do *Journal of Law and Economics*; a presença, na mesma universidade, mas no âmbito dos estudos econômicos, de Milton Friedman e George Stigler. Todos esses fatores colaboraram para que a universidade absorvesse e utilizasse os impulsos provenientes da área econômica, e fizeram com que a Escola de Chicago se tornasse conhecida pelas seguintes características, em termos de Análise Econômica do Direito: confiança básica nas instituições jurídicas do capitalismo, forte carga de estudos empíricos e ceticismo a respeito da intervenção estatal no funcionamento dos mecanismos de mercado.

Mackaay (2000, p. 72) menciona que Aaron Director estava em uma incomum posição de um economista indicado para a Escola de Direito de Chicago e que sua maior dificuldade

era a de fazer com que seus colegas juristas passassem a levar a sério a análise econômica. Aplicou, então, *insights* econômicos em casos legais, em particular relacionados com a legislação antitruste. Afirmou que, para alcançar uma concorrência efetiva, a indústria deveria ser vigiada e regulamentada, o que era considerado um conhecimento pacífico na época, em razão da crise econômica e do New Deal.⁶ Os esforços de Aaron Director levaram, nos anos de 1940 e 1950, a uma variedade de estudos de outras matérias jurídicas com clara conotação econômica, tais como: direito societário, falência, regulação de serviços públicos, entre outras.

Ronald Coase, professor da instituição, também teve destaque nessa época. Redigiu dois artigos que constituem peças fundamentais desse movimento: “*The Nature of the Firm*” e “*The Problem of Social Cost*”. Em uma breve interpretação ao primeiro deles, “The Nature of the Firm” (1937), Cabanellas (2006, p. 25) explica que expõe, essencialmente, uma teoria da empresa baseada em sua estrutura jurídica. A organização dos fatores de produção, nas economias contemporâneas, pode ter lugar mediante contratos de troca – baseados no pagamento de preços como contraprestação devida por bens ou serviços concretos –, ou mediante contratos que coloquem tais fatores sob uma estrutura de controle, que permita a seus diretores dar ordens a respeito da operação desses fatores. Ambas as formas de organização coexistem nos sistemas contemporâneos, adotando-se uma ou outra segundo sejam maiores ou menores os custos de transação que originem e sua respectiva eficiência.

2.1.3.2 Proposição do paradigma: Coase e Calabresi

O segundo trabalho fundamental de Ronald Coase, redigido em 1960, é considerado um marco à proposição do paradigma,⁷ pois foi a partir de então que, para a maioria dos

⁶ “Aaron Director teve como principal meta à frente da Universidade de Chicago chamar a atenção dos juristas para os benefícios de uma análise do Direito a partir de critérios econômicos. Para isso, realizou estudos sobre a existência ou não de benefícios da intervenção do Estado nos mercados, o que estava acontecendo justamente pela recente depressão econômica sofrida pelos Estados Unidos. Além disso, durante as décadas de 1940 e 1950, dirigiu sua atenção para temas como leis das corporações, regulação de bens mobiliários, leis trabalhistas, receitas fiscais, entre outros temas jurídicos com evidentes efeitos econômicos. A fim de solidificar a existência do movimento, a Universidade de Chicago, por iniciativa de Aaron Director, criou o *Journal of Law and Economics*, cujo papel de editor foi mais tarde assumido por Coase. Essa publicação é veiculada até hoje, sem interrupção, de forma quadrimestral, contando, inclusive, com versão eletrônica (<http://www.journals.uchicago.edu/loi/jle>)” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 58).

⁷ “Proposição do Paradigma: Economia nas Principais Áreas do Direito (1958-1973). Um passo visível no surgimento do *Law and Economics* em Chicago foi a criação, em 1958, do *Jornal de Direito e Economia*, tendo

doutrinadores, a Análise Econômica do Direito realmente considerou-se fundada (CABANELLAS, 2006, p. 25-26). De acordo com a leitura realizada por Cabanellas (2006), Coase, no referido trabalho, intitulado “The Problem of Social Cost”, critica o conceito de custo social, enfocando o problema das externalidades e dos custos causados a terceiros como uma questão de usos incompatíveis: se se leva a cabo a conduta A, impede-se a conduta B, e para levar a cabo a conduta B é preciso impedir a conduta A. A questão a ser resolvida pelo sistema jurídico é qual dos usos incompatíveis tem mais valor. Coase sustenta que, na ausência de custos de transação, os próprios interessados poderão determinar contratualmente qual é o uso de maior valor. Entretanto, como os custos de transação podem ser significativos,⁸ não se pode deixar à mera negociação contratual a solução dos conflitos entre usos ou condutas incompatíveis, e é preciso elaborar um regime de responsabilidade extracontratual que, a partir do ponto de vista econômico, permita preservar os usos ou condutas de maior valor.⁹

Explica Cabanellas (2006, p. 27) que existe ainda outra vertente da Análise Econômica do Direito nos estudos referentes à atividade do Estado. Uma das facetas dessa vertente é dada pelo exame do problema da seleção de políticas ou valores públicos sobre a base das preferências ou valores privados, o que representa questão central em todo Estado Democrático. Inúmeras dificuldades surgem quando se tenta desenvolver políticas ou valores públicos com base em preferências ou valores privados. Outra faceta dessa mesma vertente analisa, sob uma perspectiva econômica e realista, o funcionamento do Estado, examinando os motivos subjacentes a tal funcionamento, a vinculação entre Estado e grupos de interesses,

Aaron Director como seu primeiro editor. Logo depois, Coase mudou-se para Chicago e se tornou seu editor. Em 1960, publicou seu artigo seminal sobre o custo social naquele jornal (Coase, 1960). Demsetz esteve entre os primeiros estudiosos a perceber a importância do artigo. Ele o ressaltou em uma série de artigos (Demsetz, 1964, 1966, 1967, 1972a, 1972b) e foi o primeiro a usar a expressão “Teorema de Coase” (MACKAAY, 2000, p. 74 – tradução livre).

⁸ Segundo Coase (2008, p. 12), “Até aqui, desenvolveu-se o argumento sob a suposição [...] de que não haveria custos para a realização de transações no mercado. Essa é, por óbvio, uma suposição bastante irrealista. Para que alguém realize uma transação, é necessário descobrir quem é a outra parte com a qual essa pessoa deseja negociar, informar às pessoas sobre sua disposição para negociar, bem como sobre as condições sob as quais deseja fazê-lo, conduzir as negociações em direção à barganha, formular o contrato, empreender meios de inspeção para se assegurar que os termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas. Custosas o suficiente para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos”.

⁹ Coase (2008, p. 36) sustenta, ainda, que “seria claramente desejável se as únicas ações realizadas fossem aquelas nas quais o ganho gerado valesse mais do que a perda sofrida. Mas, ao se escolher entre arranjos sociais em um contexto no qual decisões individuais são tomadas, temos que ter em mente que uma mudança no sistema existente, a qual levará a uma melhora em algumas decisões, pode muito bem levar a uma piora em outras. Além disso, tem-se que levar em conta os custos envolvidos para operar os vários arranjos sociais (seja o trabalho de um mercado ou de um departamento do governo), bem como os custos envolvidos na mudança para um novo sistema. Ao se projetar e escolher entre arranjos sociais, devemos atentar para o efeito total. Isso, acima de tudo, é a mudança de abordagem que estou defendendo.

os esforços econômicos lícitos e ilícitos para influir sobre o comportamento do Estado, entre outros aspectos do funcionamento econômico de seus organismos.

A doutrina insere, também como um dos responsáveis pela proposição do paradigma da Análise Econômica do Direito nesse período, o nome de Guido Calabresi, jurista e estudioso integrante da Universidade de Yale. Ao estudar sua obra, Zylbersztajn e Sztajn (2005, p. 2) apreenderam que, para o autor, o tratamento econômico das questões é imprescindível para uma análise jurídica adequada e a análise de impactos econômicos da alocação de recursos é relevante para a regulação da responsabilidade civil, tanto no âmbito legislativo quanto no judicial.

Observe-se que nesse período, a literatura produzida decorreu majoritariamente do trabalho dos economistas. O foco nos direitos de propriedade ganhou entre os economistas o rótulo “Abordagem dos Direitos de Propriedade”, mesmo quando se tratava de práticas contratuais, responsabilidade dos produtos ou formas de regulação industrial. O termo desapareceu nos últimos anos e foi substituído pelo mais abrangente “Análise Econômica do Direito” (MACKAAY, 2000, p. 75).

2.1.3.3 Aceitação do paradigma pelos juristas (1973-1980)

Segundo Mackaay (2000, p. 76), após a proposição do paradigma, passou-se à etapa de sua aceitação pelos juristas, que decorreu de três acontecimentos: 1º) a fundação, em 1972, do *Journal of Legal Studies*; 2º) a primeira publicação de Richard Posner - *Economic Analysis of Law* (1972) e 3º) a organização, a partir de 1971, por Henry Manne, do *Economics Institutes for Law Professors*, instituto que promovia seminários curtos acerca de conceitos de economia e sua aplicação ao Direito, destinados a juristas, advogados, juízes, professores de Direito. Todos esses fatores, reunidos, marcaram o ingresso da *Law and Economics* nas escolas de Direito nos Estados Unidos.

Ribeiro e Galeski Jr (2009, p. 60) mencionam que Richard Posner foi juiz da Corte de Apelação dos Estados Unidos e tornou-se, a partir dessa época, um dos nomes mais populares da Análise Econômica do Direito. A atuação de Posner chamou a atenção de outros juristas, inclusive pelo esforço em aplicar a teoria aos casos concretos da Corte.

Mercuro e Medema (2006, p. 102) classificam Posner como um dos principais juristas da segunda metade do Século XX, tendo em vista sua presença de liderança no movimento de

Direito e Economia, considerado como o mais significativo desenvolvimento em análise jurisprudencial do período. Explicam que suas conclusões sobre Análise Econômica do Direito contribuem para aperfeiçoar os estudos referentes à propriedade, contrato, ato ilícito, direito penal, e que estudou questões diversas como sexo, idade e eutanásia, AIDS, direito e literatura, doenças sexualmente transmissíveis, o processo de *Impeachment* de Clinton, o papel do STF na eleição de Bush-Gore de 2000, clonagem, homossexualidade, substituição parental, liberdade religiosa e adoções, dentre outras. Em suma, Posner analisou todas essas questões, em maior ou menor grau, a partir de um viés econômico.¹⁰

A obra de Posner foi notoriamente escrita por um jurista e para os juristas, com um estilo claro e uma linguagem acessível. Em seus trabalhos, Posner ressaltou ainda a tese de que o sistema da *Common Law* é o mais eficiente, em diversos aspectos, tendo em vista que cria incentivos para que as pessoas maximizem benefícios e evitem desperdícios (MACKAAY, 2000, p. 77).

2.1.3.4 Questionamento do paradigma (1976-1983)

Segundo Mackaay (2000, p. 77), mesmo durante a década de 1970, a abordagem da Escola de Chicago à Análise Econômica do Direito foi criticada, particularmente pelos Institucionalistas. Essas críticas iniciais passaram despercebidas durante muito tempo, mas tornaram-se enfáticas no final da década, quando foram realizados vários simpósios para examinar o que a *Law and Economics* teria para acrescentar à Teoria do Direito. Os debates reuniram as melhores mentes americanas apoiando a *Law and Economics*, bem como seus críticos. Posner defendeu a Análise Econômica do Direito contra os ataques de filósofos do

¹⁰ “It would surely not be an overstatement to rank Posner among the foremost legal scholars of the second half of the twentieth century. For if, as both its advocates and critics acknowledge, the law and economics movement ranks as the most significant development in jurisprudential analysis during this period, Posner, as the leading presence in this movement in scholarship and on the bench, deserves much of the credit. His *Economic Analysis of Law*, now in its sixth edition, served both to develop the field well beyond the classical applications to property, contract, tort, and criminal law, and to present the subject matter in a way that facilitated its integration into the law school curriculum. He has taken on issues as diverse as sex, aging and euthanasia, the AIDS epidemic, law and literature, sexually transmitted diseases, the Clinton impeachment proceedings, the Supreme Court’s role in the 2000 Bush-Gore election, cloning, homosexuality, surrogate parenting, religious freedom, and adoptions, as well as a vast array of more traditional topics spanning virtually every area of law and jurisprudence – all these analyses being infused, in some cases to a greater extent and in other cases to a lesser extent, with an underlying economic flavor. If Becker opened the floodgates to an economic analysis that touches on all areas of life, it was Posner who took this approach and ran with it to the far corners of the legal arena” (MERCURO; MEDEMA, 2006, p. 102).

Direito como Dworking e Fried e de pensadores juristas críticos como Horwitz e Kennedy, e recebeu críticas construtivas de advogados da tradicional Yale, como Calabresi e Kronmann, e de economistas austríacos como Rizzo.

Os debates trouxeram à tona as deficiências da tese da eficiência, tal como proposta por Posner, e o primeiro ponto mencionado foi o de que a eficiência – considerada o objetivo da Análise Econômica do Direito – não pode ser o fundamento da distribuição dos direitos de propriedade, pois sempre poderia ser encontrada uma alocação de recursos mais eficiente. Daí se abstrai a razão pela qual se diz que a tese de eficiência é circular (MACKAAY, 2000, p. 77-78).

A segunda dificuldade é a de que aparentemente não é possível colocar à prova a tese da eficiência. Menciona-se, como exemplo, que quando um acordo aparentemente ineficiente é encontrado, custos até então despercebidos podem ser chamados a explicá-lo, o que não é suficiente, porém, para testar a teoria, pois para realmente testar uma teoria e expô-la ao risco de refutação, deve-se delimitar o conjunto dos custos que serão levados em consideração (MACKAAY, 2000, p. 78).

O terceiro problema refere-se ao caráter histórico da tese da eficiência. A tese sugere que para cada problema dado, há uma solução eficiente. No entanto, como o Direito tende a evoluir, uma solução considerada satisfatória ontem pode não parecer tão atual ao longo do tempo. Se há uma tendência para a eficiência e a solução eficiente para qualquer problema jurídico é única, os sistemas jurídicos devem convergir. E a Análise Econômica do Direito deveria abordar tais questões (MACKAAY, 2000, p. 78).

A quarta questão levantada, particularmente pelos economistas austríacos, refere-se à subjetividade dos valores. Para determinar soluções “eficientes”, como Posner previu, requer-se que os ganhos resultantes da mudança das regras tenham mais peso que as perdas, a fim de escolher a regra que prometa o melhor resultado. No entanto, é difícil medir em que escala os ganhos e as perdas ocorrem para as diferentes pessoas. Quando as pessoas transacionam, a transação torna os ganhos e perdas comparáveis, colocando-os em uma única escala que pode ser observada. Na prática, ganhadores e perdedores de um projeto especial não necessariamente transacionam e raramente ocorre a compensação de perdedores por ganhadores, levando a um ótimo de Pareto (MACKAAY, 2000, p. 78).

O quinto problema refere-se à origem da lógica da eficiência. Se a *Common Law* reflete uma lógica de eficiência – como Posner sustenta – deveria ser possível formular uma teoria de contabilidade para o surgimento dessa lógica. No entanto, apesar de várias terem sido as tentativas, nenhuma medida encontrou aceitação geral (MACKAAY, 2000, p. 79).

Por derradeiro, último ponto refere-se a questões distributivas. Mesmo que o núcleo da *Common Law* reflita uma lógica de eficiência, muitas legislações modernas têm um óbvio propósito redistributivo. Como esse processo ocorre e quais seus limites deveriam ser parte da agenda de pesquisa da *Law and Economics* (MACKAAY, 2000, p. 80).

2.1.3.5 Reformulação do movimento

Em razão das inúmeras críticas, a partir de 1983 o movimento começou a sofrer significativa reformulação que perdura até os dias atuais. O trabalho de Posner continua a ter grande aceitação, cabendo destacar também a relevância da obra de Robert Cooter e Thomas Ulen, intitulada *Law and Economics*, publicada, em sua primeira versão, em 1987. Há, também diversos periódicos publicados sobre a matéria, destacando-se o *Journal of Law and Economics* e o *Journal of Legal Studies*, ambos da Universidade de Chicago, o *International Review of Law and Economics*, da Universidade Inglesa de New Castle, e o *Journal of Law, Economics, and Organization*, da Universidade de Yale (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 61-63).

Dentro do próprio movimento, existem várias disputas acerca de questões de método e divergências decorrentes da diversidade dos enfoques acadêmicos adotados. Zylbersztajn e Sztajn (2005, p. 8-9) mencionam o clássico debate existente entre Oliver Williamson – um dos principais expoentes da Nova Economia Institucional – e Richard Posner – legítimo integrante do *Law and Economics* –, em artigos publicados em 1993, que foi sempre elucidativo em torno das principais dissonâncias entre as duas escolas de pensamento. Williamson tece várias críticas à base neoclássica da Escola de *Law and Economics* de Chicago. Parte da crítica coasiana da “firma” como função de produção para elaborar a Teoria da Economia dos Custos de Transação, que se insere dentro da Nova Economia Institucional. Tal como os velhos institucionalistas, sustenta que as instituições importam, mas discorda deles ao afirmar que estas são suscetíveis de análise. Além disso, tenta adicionar realismo à Economia Neoclássica.

A Teoria da Economia dos Custos de Transação parte do pressuposto de que nos contratos existem problemas futuros potenciais que são antecipados pelos agentes que desenham os arranjos institucionais no presente. Na impossibilidade de desenhar contratos completos, as lacunas tornam-se inevitáveis. Assim, os agentes, que são potencialmente

oportunistas, sentir-se-ão estimulados a romper ou adimplir os contratos, justificando-se, por isso, a existência de leis para disciplinar o preenchimento dessas lacunas. Por outro lado, os agentes abster-se-ão de quebrar os contratos se os custos do rompimento forem maiores do que os respectivos benefícios (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 8-9).

Zylbersztajn e Sztajn explicam que o trabalho de Williamson ressalta o papel das organizações como forma de coordenar e minimizar os custos de transação, que abrangem os custos de desenhar, monitorar e exigir o cumprimento dos contratos. O ambiente institucional tem papel relevante, podendo afetar, inclusive, a arquitetura das organizações. Ao contrário de Posner, acredita que não basta a análise da eficiência de forma isolada, mas sim da mesma regra dentro do contexto institucional (2005, p. 8-9).

Ao lado da Análise Econômica do Direito e da Nova Economia Institucional, existem ainda outros movimentos, tais como a *Comparative Law and Economics* – espécie de disciplina complementar para explicar questões como a efetividade ou não do *Common Law* em face do *Civil Law* – e a *Austrian Law and Economics* (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 63-4).

2.1.4 Análise Econômica do Direito no mundo

A Análise Econômica do Direito, que teve a Áustria¹¹ como um de seus berços, também ganhou fortes adeptos em outros países da Europa, principalmente na Inglaterra e na Itália.¹²

Em Portugal, muito embora ainda não haja disciplina específica sobre a matéria nos cursos de Direito,¹³ a Análise Econômica do Direito está cada vez mais disseminada nas

¹¹ Sobre o assunto, conferir “Law and Economics in Austria”, de Wolfgang Weigel (In: BOUCKAERT, B.; DE GEEST, G. **Encyclopedia of Law and Economics**. Volume I – The History and Metodology of Law and Economics. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc., 2000, páginas 118-127).

¹² “Além da Áustria – berço da Escola Econômica Neoclássica, cujos ensinamentos foram incorporados por Frank Knight na Universidade de Chicago ao tempo do surgimento do movimento *Law and Economics* – o movimento encontrou adeptos no continente europeu, especialmente na Inglaterra – terra-natal de Ronald Coase – e Itália. Neste país, são válidas as menções a Pietro Trimarchi e a Ugo Mattei, professor da Universidade de Trento, que dentre outras obras, tratou da efetividade econômica do processo civil em *Tutela Inibitória e Tutela Risarcitoria – Contributo alla Teoria dei Diritti sui Beni*, de 1987” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 64).

¹³ Em Portugal, não há no currículo da graduação dos cursos de Direito a disciplina “Análise Econômica do Direito”, entretanto, a Universidade de Lisboa oferece uma cadeira com esse tema, cujo titular é o Professor Soares Martinez, auxiliado pelo Professor Fernando Araújo. Vale ainda a referência a Vasco Rodrigues, professor titular de Economia da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa de Porto que, em recente obra, de maio de 2007, traz um livro-texto sobre a Análise Econômica do Direito, testemunhando que

pesquisas realizadas no mundo acadêmico, especialmente naqueles campos mais interligados com a ciência econômica, tais como o da legislação fiscal e o das finanças públicas. A matéria de Direito e Economia é estudada por estudiosos da faculdade de Direito das Universidades de Coimbra e de Lisboa, do departamento de Economia da Universidade de Coimbra, Universidade Nova e Universidade Católica, bem como do ISEG – Escola de Economia e Negócios. Em nível acadêmico, *Law and Economics* parece enfrentar problemas de falta de comunicação, evidenciada em duas searas: falta de tradição em “*workshops*” que possam contribuir para unir os diferentes estudiosos que trabalham nesse campo; distanciamento entre advogados e economistas na academia (MOURA; SILVA, 2000, p. 313-317).

O Professor Jorge Sinde Monteiro, da faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, considerado um dos pioneiros nos estudos de Direito e Economia em Portugal, publicou artigo em 1981, em que tratou das várias questões metodológicas acerca da análise econômica do direito aplicada no contexto da “ciência da lei”. Além dele, o Professor Antônio Sousa Franco, da Escola de Direito da Universidade de Lisboa e da Universidade Católica Portuguesa, enfatizou o papel da Análise Econômica do Direito para a superação do positivismo jurídico, a partir do estudo do conteúdo e da finalidade das normas jurídicas. Além desses juristas, destacam-se, em Portugal, os trabalhos de Armindo Ribeiro Mendes, da Corte Constitucional Portuguesa, na área de processo civil; de Miguel Moura e Silva, na área de antitruste; Pedro Gustavo Teixeira, na área da proteção do consumidor (MOURA E SILVA, 2000, p. 314-316), bem como dos professores Soares Martinez e Fernando Araújo, e de Vasco Rodrigues (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 65).

Na Espanha, os primeiros traços da Análise Econômica do Direito surgiram da década de 1980, época em que alguns acadêmicos começaram a introduzir idéias básicas do movimento e aplicá-las às instituições legais espanholas. Hoje, ao menos um terço dos juristas já teve algum contato com o assunto e ao menos um décimo é bem familiarizado com a matéria. O número de pesquisadores da Análise Econômica do Direito e os campos que têm sido examinados sob seu enfoque têm crescido a cada dia. Observe-se que a Conferência Anual da Associação Européia de Direito e Economia, de 1997, foi realizada em Barcelona, na Universidade Pompeu Fabra (PASTOR PRIETO; PINTOS, 2000, p. 346-350).

A disciplina tem sido ensinada nas Escolas de Direito da Universidade Carlos III e Universidade Autônoma, ambas situadas em Madrid. Também tem sido lecionada na

está adaptando a tradicional disciplina de Economia Política com alguns conceitos de *Law and Economics*, o que tem atraído a atenção dos alunos. O mesmo tem sido feito por professores de outras instituições, como a Universidade de Coimbra, que estudam o tema, inserindo alguns conceitos nas disciplinas regulares (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 65).

Universidade de Santiago de Compostela, na Universidade de Extremadura, na Universidade Complutense de Madrid, Universidade Pompeu Fabra, em Barcelona¹⁴ (PASTOR PRIETO; PINTOS, 2000, p. 346-350).

Na Argentina, sabe-se pouco sobre Análise Econômica do Direito. Seu desenvolvimento é embrionário e sua aceitação ainda é incipiente e alvo de controvérsias¹⁵ (KLUGER, 2006, p. 13).

2.1.5 Análise Econômica do Direito no Brasil

Segundo Tokars (2008, p. 16), passaram-se 70 anos desde que Coase publicou a obra “The Nature of the Firm”, que marcou o nascimento da Análise Econômica do Direito e que tem despertado, a partir de então, o interesse pelo estudo da disciplina em diversos países, principalmente da Europa e da América do Norte. Lamenta que no Brasil ainda poucos autores tenham se dedicado ao assunto, o que, em sua opinião, não deve surpreender, tendo em vista a falta de priorização ao desenvolvimento cultural e à atividade acadêmica. Destaca algumas obras importantes sobre a matéria, tais como o livro *Direito Econômico*, de Modesto Carvalhosa (1973) e os trabalhos produzidos pelos pesquisadores da USP que mantêm, sob a liderança de Raquel Sztajn e Decio Zylbersztajn, os Diálogos FEA & Largo São Francisco, cujo produto mais conhecido é o livro *Direito e Economia*.

O livro de *Direito e Economia*, citado por Tokars, pode ser considerado um marco na utilização da teoria da Análise Econômica do Direito no Brasil. Na apresentação da mencionada obra, afirmam Raquel Sztajn e Decio Zylbersztajn que a motivação para a elaboração do trabalho surgiu dos resultados obtidos em um programa que está em curso desde outubro de 2001, que reúne, mensalmente, na Universidade de São Paulo, alunos e professores da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA) e da Faculdade de Direito do Largo de São Francisco (FADUSP) para discutir as interfaces entre Direito, Economia e Organizações. O evento fez surgir o programa de pesquisas denominado

¹⁴ “É possível encontrar disciplinas relacionadas à Análise Econômica do Direito na Universidade Complutense de Madrid e Carlos III, em Getafe. Outrossim, em nível de pós-graduação, é possível o estudo da teoria dos contratos, direito de propriedade e regulação econômica com base em *Law and Economics* nas Universidades Carlos III, de Getafe (Madrid) e Pompeu de Fabra, em Barcelona” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 65).

¹⁵ “La situación es bien distinta en Argentina, donde se sabe poco o muy poco sobre el AED. Su desarrollo embrionario y su acogida en nuestra cultura jurídica es incipiente y provoca controvérsias (KLUGER, 2006, p. 13).

“Diálogos FEA & Largo São Francisco” destinado a oferecer uma alternativa à necessidade da adoção de abordagem interdisciplinar entre Direito, Economia e Organizações. Os trabalhos realizados no programa deram ensejo ao surgimento da obra *Direito e Economia e da disciplina de Análise Econômica do Direito e das Organizações*, ministrada pelos organizadores do programa de pós-graduação em Administração da Universidade de São Paulo. Os autores também apontam para o fato de que a produção científica nacional interdisciplinar, nessa área, ainda é escassa e inadequada.

Tokars (2008, p. 16) destaca que há também um número cada vez maior de citações às obras de Coase e Posner em trabalhos não tão amadurecidos, principalmente em razão da falta de adequação, ao nosso sistema da *Civil Law*, dos preceitos da Análise Econômica do Direito – concebido originalmente em países com estrutura da *Common Law*, em que o Direito é construído jurisprudencialmente a partir do fato jurídico.

Além dos trabalhos de Stajn e Zylberstajn, também tem grande relevância no Direito Brasileiro a obra “Direito, Economia e Mercados”, de Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi. Trata-se do primeiro livro-texto brasileiro sobre o assunto, que tem inspirado juristas e economistas no estudo conjunto das disciplinas. No prefácio da obra, Edmar Lisboa Bacha (p. XXIII) enfatiza a importância de ampliar o diálogo entre economistas e juristas sobre a melhor forma de lidar com conflitos decorrentes das relações econômicas no âmbito do Poder Judiciário.

Os próprios autores explicam que o livro é “fruto da tentativa de diálogo entre um economista e um jurista” e lamentam a falta de bibliografia sobre o tema. Também comentam que a maior parte da literatura sobre o assunto desconsidera as particularidades do sistema legal brasileiro e que muitos resistem em aplicar a teoria pelo fato de ser proveniente de países que adotam o sistema da *Common Law*. Por fim, ponderam que o abismo existente entre os operadores do direito e os economistas sempre foi ampliado, em nosso país, pelo cenário macroeconômico volátil e pela falta de confiança na estabilidade dos contratos (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. XXIII).

Merece destaque, ainda, a obra intitulada “Teoria Geral dos Contratos: Contratos Empresariais e Análise Econômica”, publicada em 2009, de autoria da Dr^a Marcia Carla Pereira Ribeiro e do doutorando Irineu Galeski Junior, cuja proposta foi basicamente a de revisar a Teoria Geral dos Contratos sob a ótica da Análise Econômica.

Quanto à adoção do movimento no Brasil, os referidos autores fazem menção às tentativas pioneiras da professora Ela Wiecko Volkmer de Castilho, da Universidade de Brasília, que escreveu, em 1982, o trabalho intitulado “Breve notícia sobre a análise

econômica do Direito”, publicado na Revista da Associação dos Magistrados do Paraná; aos trabalhos de José Augusto Fontoura Costa, professor da Faculdade de Direito de Sorocaba e de Carmem Lúcia Silveira Ramos, professora da Universidade Federal do Paraná; aos trabalhos escritos e grupo de estudos de Luciano Benetti Timm; e, no âmbito da concorrência, a análise de Paula Andréa Forgioni, professora da Universidade de São Paulo, e de Daniel Goldberg, ex-secretário de Direito Econômico (RIBEIRO; GALESKI JR., 2009, p. 67).

2.1.6 Análise Econômica do Direito e as tradições da *Common Law* e da *Civil Law*

2.1.6.1 Breves noções

A Análise Econômica do Direito foi idealizada, nos seus primórdios, no contexto da *Common Law*. No entanto, de acordo com a doutrina majoritária, nada obsta que seja também aplicada aos países da *Civil Law*, com as devidas adaptações e observado o contexto social, político, jurídico, econômico de cada país.

Entende-se que os diferentes ordenamentos, mesmo que partam de conceitos e categorias jurídicas iguais, elaboram as normas de modo diferente, tendo em vista que as estruturas sociais e os respectivos valores sobre os quais se fundam são distintos. Desse modo, ao transpor ou aplicar normas de um ordenamento jurídico para outro, é preciso atentar-se para todos esses fatores, a fim de que não haja distorções na aplicação e interpretação das teorias e dos institutos (SZTAJN, 2005b, p. 138).

A partir de elementos comuns de cada ordenamento jurídico, entendeu-se por classificá-los nas famílias de base romano-germânica, da *Common Law* e dos direitos socialistas. Como visto, importa, para este estudo, a comparação e o contraste entre as duas primeiras famílias (SZTAJN, 2005b, p. 139).

Considera-se relevante examinar, então, quais seriam as principais características da *Common Law* e da *Civil Law* para verificar, a partir dessa análise, a compatibilidade na aplicação da Análise Econômica do Direito, criada no âmbito da *Common Law*, a países de tradição distinta.

A *Civil Law*, tradição do direito adotada pelo ordenamento jurídico nacional, também

conhecida como família romano-germânica, em razão de sua origem,¹⁶ tem como princípios informadores regras de conduta baseadas em noções de moral e de justiça. Tem como característica marcante a codificação do direito, que consiste na sistematização e harmonização, em um documento ou mais, de normas jurídicas, ou seja, de comandos gerais e abstratos, que descrevem condutas, manifestações de vontade e punições. Além disso, ensina-se que a *Civil Law* caracteriza-se pela elaboração pública das normas (sistema bicameral) e que a codificação visa a uniformizar a aplicação da lei, limitando o poder dos juízes no estabelecimento de regras. Adotam o sistema da *Civil Law* os países da Europa Continental e os que deles foram colônias (SZTAJN, 2005b, p. 139-140).

Por outro lado, o sistema da *Common Law*, que teve origem na Inglaterra e que influenciou países como os Estados Unidos da América, o Canadá anglófono, a Austrália e a Nova Zelândia, distingue-se do anterior pelo fato de suas regras serem menos abstratas. Além disso, a impositividade dos princípios e regras desse sistema deriva de usos e costumes e do respectivo reconhecimento, reafirmação e efetividade que lhes são atribuídos pelos julgados e decretos das Cortes¹⁷ (SZTAJN, 2005b, p. 139).

Sztajn ressalta que esses sistemas variam de uma sociedade para outra e que “a interação entre sociedade e sistema jurídico é, aparentemente, mais intensa nos direitos da família e da tradição consuetudinária, o que se explica pela sua formação, mais aderente a usos e costumes, do que àqueles derivados do direito romano, mais formais” (2005b, p. 141).

Indaga-se, então, como seria possível aplicar as idéias provenientes dos estudos da *Law and Economics* aos países que adotam o sistema da *Civil Law*, nos quais o exame do caso, pelo magistrado, parte da norma, da tipificação da conduta, ao contrário do que ocorre nos países de *Common Law*, em que os tribunais definem as normas apoiados em precedentes, ou seja, casos similares anteriormente decididos (SZTAJN, 2005b, p. 142-144). Depara-se, desse modo, com certa incompatibilidade de ideologias entre os sistemas, pois enquanto a *Common Law* baseia-se na equidade e justiça para produzir incentivos e induzir certos

¹⁶ Segundo Spector (2006, p. 46), “a filosofia do direito natural racionalista não só deu fundamentos abstratos às instituições principais do Direito Romano, tais como a posse, a propriedade, e o contrato, mas também introduziu o ideal da codificação e, ao fazê-lo, transformou o Direito Romano em um sistema formal baseado na razão” (tradução livre).

¹⁷ “(...) Enfim, a *Common Law* distinta do direito civil de base romana, do direito canônico ou religioso, é o corpo de normas e teoria do direito originário desenvolvido, formulado e administrado na Inglaterra. Compreende o conjunto de princípios e regras relacionados ao governo e à segurança das pessoas e propriedade cuja impositividade deriva de usos e costumes e dos julgados e decretos das cortes reconhecendo, reafirmando e dando efetividade a tais usos e costumes” (Sztajn, 2005b, p. 140-141).

comportamentos, a *Civil Law* objetiva primordialmente aplicar a norma ao caso concreto.¹⁸ Além disso, a *Civil Law* foi fortemente influenciada pela escola de direito natural e por sua ênfase na autonomia individual o que, para alguns, torna-a recalcitrante às abordagens baseadas na maximização do bem-estar¹⁹ (SPECTOR, 2006, p. 48-49).

Segundo Spector (2006, p. 55-56), a análise econômica do direito tem recepção difícil e lenta nos países de Direito Civil, justamente em razão dessas características tão distintas entre os dois sistemas. Ressalta que no direito civil, as sentenças estão baseadas em razões formais, antes de considerações morais, econômicas, políticas institucionais ou considerações sociais de outro tipo. Explica que enquanto o juiz norte-americano raciocina com base em políticas para interpretar precedentes e estabelecer novas normas, o juiz civilista está obrigado a aplicar a lei formal aos casos concretos que lhes são apresentados. Acrescenta que na *Civil Law* o raciocínio inicia-se com premissas e conceitos abstratos, deixando pouco espaço para o raciocínio consequencialista, no qual se baseia a análise econômica do direito.

Não obstante as inúmeras diferenças mencionadas, os estudiosos entendem que não só é perfeitamente possível aplicar a metodologia da *Law and Economics* aos sistemas de *Civil Law*, como também é possível vislumbrar, em tais sistemas, resultados muito eficientes. É preciso, porém, analisar a realidade e as instituições de cada país para se afirmar, com mais precisão, se o sistema está ou não adequado (SZTAJN, 2005b, p. 145).

Impõe-se a adequação dos ensinamentos abstraídos das obras que tratam da Análise Econômica do Direito para amoldá-los ao contexto social, cultural, político, jurídico do país. Tokars (2008) aponta para a necessidade de buscar os mesmos resultados pretendidos pela Análise Econômica, como a eficiência econômica sintonizada com o projeto de desenvolvimento econômico-social do país, mas com uma metodologia inversa, mais adequada ao direito continental. Sugere que, ao invés de partir da análise focalizada nos custos de transação dos fatos jurídicos para construir digressões que permitam a renovação de

¹⁸ No mesmo sentido, Tokars (2008) traz as seguintes observações: “Deve-se partir da compreensão de que o movimento da *law and economics* foi concebido dentro da estrutura da *common law* (adotada principalmente na Inglaterra e nos Estados Unidos), onde o Direito é construído a partir do fato jurídico. Trata-se de um caminho inverso ao percorrido para a solução das lides no campo do direito continental, ao qual nos filiamos. Simplificando ao extremo, podemos afirmar que no Brasil o direito deriva da aplicação da lei; nos Estados Unidos, ele nasce jurisprudencialmente da análise dos fatos jurídicos”.

¹⁹ Segundo Spector (2006, p. 48-49): “As diferenças já mencionadas indicam que o direito contratual civilista e o direito contratual anglo-saxão estão sujeitos a diferentes tipos de explicações. De fato, o direito contratual civilista teve influência da escola do direito natural e de sua ênfase na autonomia individual (...). Sob a influência dos juristas jusnaturalistas, o direito dos contratos no direito civil foi concebido em torno da idéia de autonomia individual, o que o faz recalcitrante aos enfoques baseados na maximização do bem-estar. Tal como explica a professora Catherine Valcke, ‘os três princípios fundacionais do direito contratual civilista – liberdade contratual, força vinculante dos contratos, e o consensualismo – derivam diretamente dos postulados da vontade autônoma de Kant’” (tradução livre).

standards, o enfoque seja direcionado a princípios constitucionais centrais, para aplicar uma hermenêutica próxima da economia, que permita a releitura de fatos jurídicos específicos.

Tokars (2008) descreve, ainda, campos de estudo que surgem quando se tenta buscar os mesmos resultados pretendidos pela Análise Econômica do Direito, tal como elaborada no sistema da *Common Law*, aos países da *Civil Law*. Dentre eles, destaca a análise da eficiência econômica das leis, a investigação quanto ao processo de criação legislativa no país – seja em relação à contextualização das novas leis com o planejamento de desenvolvimento econômico-social do Brasil, seja em relação à verificação da legitimidade na elaboração das leis – em razão do descompasso da visão dos membros do Congresso Nacional e da população.

Conclui-se este item com a observação feita pela Min. Fátima Nancy Andrichi, que ao prefaciar a obra “Direito & Economia”, organizada por Luciano Benetti Timm (2008), menciona que a Análise Econômica do Direito é perfeitamente aplicável aos países da *Civil Law* e que, para que se concretizem os comandos constitucionais, deve-se construir racionalmente um ordenamento jurídico que propicie a maximização do bem comum e o alcance de valores que fundamentam e justificam a vida em sociedade:

“(...) Se a Análise Econômica do Direito revela-se um campo fértil em sistemas de “Common Law”, em que o jurista faz um esforço diário para criar a norma mais justa através de um sistema de precedentes vinculantes, com muito mais razão deve-se esperar resultados positivos em um sistema tradicional, de “civil law”, com fortes influências de direito romano, como ocorre no Brasil.

Com efeito, para que se concretize plenamente o plano traçado em nossa Constituição Federal, em que a dignidade da pessoa humana é preceito informador de todo o sistema legal, o legislador e os juristas devem prescindir das vaidades pessoais, dos argumentos de autoridade e das verdades reveladas, para, de forma racional, construir um ordenamento jurídico com regras idôneas à maximização do bem comum e ao atingimento dos valores que fundamentam e justificam a vida em sociedade” (ANDRIGHI In: TIMM, 2008).

2.1.6.2 Os sistemas da *Common Law* e da *Civil Law* e a eficiência econômica

Superada a questão da possibilidade de aplicação da metodologia da Análise Econômica do Direito aos países que adotam o sistema da *Civil Law*, considera-se importante examinar o posicionamento da doutrina acerca de qual dos sistemas apresenta resultados mais eficientes em termos econômicos.

Explica Gorga (2005, p. 145-146) que estudos recentes indicaram o baixo

desenvolvimento econômico dos países da *Civil Law*, comparativamente aos da *Common Law*. Isso porque os países que adotam a tradição da *Common Law* tendem a proteger mais os investidores, acionistas e credores, contribuindo, desse modo, para o desenvolvimento dos mercados de crédito e de capitais e para a maximização de riqueza total da economia. Em suma, aponta-se para a maior eficiência econômica dos países de direito consuetudinário.²⁰

Acrescenta a autora que outros estudos demonstram que nos países da *Civil Law* os juízes ficam presos às letras da lei e ficam impedidos de condenar certas práticas empresariais, em especial se formalmente estiverem de acordo com a lei e não envolverem um conflito de interesses. Desse modo, esse sistema falha por não punir condutas que, embora estejam em conformidade com a letra da lei, consistam em manobras criativas ilícitas e prejudiciais ao mercado. Os países da *Common Law*, por outro lado, atribuem maior poder discricionário aos juízes, que podem, a partir do caso concreto, avaliar os termos das transações e definir, então, a regra a ser aplicada. Sob tal ponto de vista, o direito consuetudinário seria mais eficiente, tendo em vista que seus juízes teriam mais independência para decidir de acordo com o princípio da equidade e de modo a proteger os investidores e o mercado em geral (GORGA, 2005, p. 145-146).

Entende-se, ainda, que o sistema romano-germânico, em razão de seu maior grau de formalismo processual, decorrente do excesso de regulação dos procedimentos, acarreta

²⁰ Não se pode deixar de fazer menção, nesta oportunidade, acerca da distinção que a doutrina atual tem feito entre desenvolvimento e crescimento econômico. Segundo Veiga (2007, p. 19-23), é errado vincular o desenvolvimento com o crescimento significativo do Produto Interno Bruto (PIB). Explica que “a depender da estrutura institucional prevalente, ocorrem diversos graus de ampliação ou de encolhimento dos impactos potenciais do crescimento sobre o desenvolvimento”. Cita, a título de exemplo, o caso da Inglaterra, em que a longevidade da população aumentou muito mais em períodos de crescimento econômico medíocre, e em que um dos melhores indicadores de desenvolvimento avançou mais em duas circunstâncias adversas, com racionamento alimentar, dificuldades higiênicas e morticínio – períodos que exigiram intensa solidariedade no enfrentamento das dificuldades impostas pelas guerras mundiais. Foi por essa razão que o IDH, considerado o mais legítimo indicador de desenvolvimento, optou por uma combinação da renda com a expectativa de vida e o grau de acesso à educação, ao invés do exclusivo PIB *per capita*, pois considera que esse é o tripé *sine qua non* para a obtenção de todos os demais aspectos da qualidade de vida inerentes ao ideal desenvolvimentista.

Sen (2000, p. 17), na introdução da obra “Desenvolvimento como Liberdade”, enfatiza que o desenvolvimento pode ser visto como um processo de expansão das liberdades reais de que as pessoas desfrutam. Explica que “o enfoque nas liberdades humanas contrasta com visões mais restritas de desenvolvimento, como as que identificam desenvolvimento com crescimento do Produto Nacional Bruto (PNB), aumento de rendas pessoais, industrialização, avanço tecnológico ou modernização social. O crescimento do PNB ou das rendas individuais obviamente pode ser muito importante como um *meio* de expandir as liberdades desfrutadas pelos membros da sociedade. Mas as liberdades dependem também de outros determinantes, como as disposições sociais e econômicas (por exemplo, os serviços de educação e saúde) e os direitos civis (por exemplo, a liberdade de participar de discussões e averiguações públicas). De forma análoga, a industrialização e o progresso tecnológico ou a modernização social podem contribuir substancialmente para expandir a liberdade humana, mas ela depende também de outras influências. Se a liberdade é o que o desenvolvimento promove, então existe um argumento fundamental em favor da concentração nesse objetivo abrangente, e não em algum meio específico ou em alguma lista de instrumentos especialmente escolhida. Ver o desenvolvimento como expansão de liberdades substantivas dirige a atenção para os fins que o tornam importante, em vez de restringi-la a alguns dos meios que, *inter alia*, desempenham um papel relevante no processo”.

ineficiências, consistentes em altos custos, atrasos, desestímulo de recorrer ao Judiciário e, por conseguinte, injustiças. O sistema da *Common Law*,²¹ por sua vez, menos formal, seria mais dinâmico, por depender das decisões dos juízes, as quais derivam, portanto, de uma ordem espontânea, razão pela qual seriam mais apropriadas para uma sociedade livre e para o crescimento econômico (GORGA, 2005, p. 147-148).

Além disso, enfatiza-se que a própria elaboração de leis envolve custos muito altos e que, como o processo legislativo é complexo, impedindo que a lei seja modificada diariamente, ele acaba se caracterizando como um custo irrecuperável, o que se torna ainda mais grave se a lei se apresenta ineficiente ou indesejável no futuro, em razão da transformação da realidade social. Para que o processo legislativo seja considerado eficiente, é necessário que os benefícios decorrentes da alteração legislativa superem os custos do processo de reforma (GORGA, 2005, p. 177-178).

Há autores, como Deffains, Backhaus, Mattei, Koch, que defendem, mesmo assim, a maior eficiência do sistema romano-germânico. Explicam que o sistema romano-germânico, ao contrário do que se pensa, preocupa-se muito com a lógica econômica e com a maximização da eficiência, pois procura minimizar as incertezas que dominam no âmbito da economia – por meio da codificação – e aumentar a previsibilidade e a estabilidade das normas, reduzindo os custos de transação (GORGA, 2005, p. 170-171).²²

Entende-se que a norma legislativa, por ser mais abrangente do que a judicial, também pode trazer benefícios marginais maiores, na medida em que se aplica a uma população

²¹ Explica Gorga (2005, p. 152) que “Posner foi o grande defensor da tese da superioridade da *Common Law* sobre a *Civil Law* no que concerne ao critério de eficiência econômica. O autor não considera que toda doutrina ou decisão de direito consuetudinário seja eficiente, mas que, em geral, a sua evolução é melhor explicada a partir de sua tendência a promover a eficiência econômica, o que não aconteceria no âmbito da tradição de direito codificado. Posner sustenta sua tese com base nas diferenças dos processos judicial e legislativo pelos quais as regras jurídicas são formuladas nas duas tradições. No processo jurisdicional da tradição de direito consuetudinário, pelas regras processuais, os juízes não podem conhecer *ex ante* as partes do litígio *sub judice*, sendo, por isso, difícil a manifestação de grupos de interesse no processo judicial. O mesmo não ocorre no processo legislativo pelo qual as regras jurídicas dos sistemas de direito romano-germânico são criadas, já que o processo eleitoral para a escolha dos legisladores criaria um mercado no qual eles “vendem” legislação protetiva para aqueles que os ajudaram com votos ou no financiamento da campanha”.

²² “Recentemente, alguns autores se debruçaram sobre o tema da eficiência no direito romano-germânico. Deffains argumentou que o “código civil é uma instituição dinâmica que busca a redução da incerteza prevalecente na esfera econômica. A maior parte do debate doutrinário em países de direito romano-germânico não escapa da lógica econômica. O autor explora diversos artigos do código civil Francês, os quais, na sua opinião, estão imbuídos de raciocínios com lógica econômica no sentido da maximização da eficiência econômica” (...). Para Mattei, o argumento de que o direito romano-germânico é ineficiente porque as legislações são capturadas por grupos de interesse é equivocado, por desprezar uma distinção importante entre as legislações ordinárias e os códigos. Mattei argumenta que apenas a legislação específica fora dos códigos pode ser comparada aos *statutes* do direito consuetudinário e estaria sujeita à captura, conforme a proposição da literatura. Todavia, os códigos não estariam sujeitos ao mesmo tipo de pressão, pois são formados por dispositivos gerais, que tornam difícil a sua captura. (...) O autor argumenta que o sistema de codificação reduz incertezas e aumenta a previsibilidade e estabilidade das normas, reduzindo os custos de transação na economia” (GORGA, 2005, p. 170-171).

maior. Desse modo, muito embora os custos da elaboração da lei realmente sejam grandes, poderá ser eficiente em muitas situações, principalmente em razão de seu potencial sinalizador, ou seja, sua capacidade de diminuir a incerteza dos indivíduos sobre quais condutas podem ser tomadas e quais seus efeitos perante o ordenamento jurídico (GORGA, 2005, p. 177-178).

Na atualidade, tem-se observado um notório fenômeno de mitigação das características dos sistemas da *Common Law* e da *Civil Law*. Gorga (2005, p. 179-182) explica que esse processo de convergência e de influências recíprocas entre ambos os sistemas tem sido ocasionado pela crescente complexidade das sociedades e pela inter-relação de suas economias, decorrentes da globalização e da evolução tecnológica. Em razão da interpenetração das duas tradições, muitas de suas características mais marcantes já foram atenuadas, como por exemplo, pela tendência crescente de codificação em países de direito consuetudinário, como os Estados Unidos. Outro exemplo mencionado pela doutrina é o aumento significativo da utilização de jurisprudência na forma de precedente com força vinculante pelos países de direito romano-germânico, tal como ocorreu com a reforma do Judiciário brasileiro em 2004.

Entende-se que essa convergência formal e funcional entre as famílias do Direito permite que tanto as eficiências quanto as ineficiências de cada uma sejam compartilhadas e amenizadas. Pode-se dizer, então, que ao se aproveitar o que há de mais eficiente em cada um dos sistemas, com as devidas adaptações ao contexto social, econômico, político, cultural do país, é possível obter bons resultados em termos de maximização da economia (GORGA, 2005, p. 149-150).

A autora conclui, por fim, que a mencionada convergência entre os dois sistemas esvazia, de certa forma, a discussão acerca de qual é o mais eficiente, pois ambos acabam apresentando características eficientes e ineficientes (GORGA, 2005, p. 150 e 185). A análise da eficiência deve considerar a complexidade e as particularidades de cada sistema, ou seja, deve-se verificar a eficiência da norma tendo em vista o contexto em que está inserida. Enfatiza-se, desse modo, a necessidade de realizar estudos empíricos que apontem os fatores que influenciam a eficiência de cada regulação. Somente assim será possível aperfeiçoar o sistema, contribuindo para o desenvolvimento econômico.

Em suma, não é mais possível afirmar, genericamente, que um sistema é mais eficiente do que o outro, principalmente após a notória mitigação verificada entre ambos, que permite que as imperfeições de um sejam corrigidas por meio da importação dos benefícios do outro. Essa avaliação somente pode ser realizada pela análise pontual de cada norma e de

cada situação, individualmente, sem deixar de considerar o contexto em que estão inseridas.

2.2 CONCEITO E OBJETIVOS DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

Conforme foi observado, a Análise Econômica do Direito não se trata de uma corrente de pensamento uniforme, pois sempre foi estudada por diversas Escolas, cada uma enfocando um ponto de vista diferente, mas todas elas designando, em sua essência, a mesma teoria (RIBEIRO, GALESKI JR, 2009, p. 67).

Cabanellas (2006, p. 21), em poucas palavras, conceitua a Análise Econômica do Direito consoante a sua própria denominação: “é a aplicação dos instrumentos analíticos da ciência econômica aos fenômenos jurídicos”.²³

Para Mackaay (2000, p. 65-66), a Análise Econômica do Direito define-se como a aplicação da Teoria Econômica e dos métodos da Econometria para examinar a formação, a estrutura, os processos e os impactos do Direito e das suas instituições.²⁴ Para o autor, a Análise Econômica do Direito considera as instituições jurídicas não como um dado adquirido fora do sistema econômico, mas como variáveis dentro dele, e emprega um enfoque especial aos efeitos referentes à mudança de uma ou mais delas sobre outros elementos do sistema. Explica, ainda, que na Análise Econômica do Direito, as instituições legais não são tratadas fora do sistema econômico, mas sim como pertencentes às escolhas a serem explicadas. Por fim, enfatiza que o movimento do *Law and Economics* tem como pretensão aplicar a abordagem econômica não apenas para as áreas da regulação econômica que são diretamente associadas à Economia, mas sim para todas as áreas do Direito.²⁵

Costa (2001, p. 157, 158 e 162) menciona que a Análise Econômica do Direito consiste em um estudo sobre o Direito a partir da teoria econômica. Entende que o método é econômico e a análise se faz num só sentido: da Economia para o Direito.

²³ “El concepto de análisis económico del Derecho viene dado por la propia denominación de esta disciplina: es la aplicación de los instrumentos analíticos de la ciencia económica a los fenómenos jurídicos”.

²⁴ No mesmo sentido, Mercurio e Medema (1999, p. 3) também conceituam a Análise Econômica do Direito como a aplicação da teoria econômica – especialmente seu método – para o exame da formação, estruturação e impacto da aplicação das normas e institutos legais.

²⁵ “The economic analysis of law, or law and economics, may be defined as ‘the application of economic theory and econometric methods to examine the formation, structure, processes and impact of law and legal institutions’ (Rowley, 1989b, p. 125). It explicitly considers legal institutions not as given outside the economic system but as variables within it, and looks at the effects of changing one or more of them upon other elements of the system. In the economic analysis of law, legal institutions are treated not as fixed outside the economic system, but as belonging to the choices to be explained.”

Cabanellas (2006, p. 22), no mesmo sentido, esclarece que “a técnica e os instrumentos da análise econômica do Direito são essencialmente econômicos; trata-se de aplicar os instrumentos da análise econômica do direito a uma parte – certamente não menor – do esforço social produtivo”.²⁶

De acordo com Pinheiro e Saddi (2005, p. 83-84), o movimento de Direito & Economia é definido como uma corrente acadêmica de juristas e economistas que tem como escopo examinar o fenômeno jurídico a partir de uma ótica comum e seus enunciados visualizam o Direito como um sistema que insere incentivos e responsabilidades no mundo econômico, devendo, então, ser analisado sob o enfoque de critérios econômicos – como o da eficiência. Entendem, ainda, que a teoria de Direito & Economia aplica algumas premissas econômicas para verificar como as leis podem interferir no comportamento dos agentes econômicos e nas relações sociais, e que ela utiliza o ferramental econômico não somente para estudar o impacto do Direito sobre a Economia, mas também para avaliar a qualidade dos instrumentos legais existentes.

Explicam, por fim, que a Análise Econômica do Direito é estudada sob dois enfoques diferentes: análise positiva e análise normativa.²⁷ A positiva consiste numa verificação prévia acerca dos efeitos das normas jurídicas sobre o comportamento dos agentes econômicos. A normativa, por sua vez, vai além, e estabelece recomendações de políticas e de regras legais com base nas suas consequências econômicas. Assim, esta corrente estabelece como princípio o uso do termo “eficiência” que possui duas conotações: a eficiência de Pareto, segundo a qual a posição de ‘A’ melhora sem prejuízo da de ‘B’, e a eficiência de Kaldor-Hicks, em que o produto da vitória de ‘A’ excede os prejuízos da derrota de ‘B’, o que será analisado posteriormente (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 88).

Tokars (2008, p. 16) ensina que a proposta central da Análise Econômica do Direito é a análise dos fatos jurídicos sob o enfoque dos custos de transação, aplicando métodos de análise de eficiência e aferindo o custo social derivado de um determinado fato jurídico. Com o intuito de diminuir o custo, examinam-se, por exemplo, as consequências da facilitação do registro empresarial, da estrutura da ressociação dos detentos etc.

²⁶ “La técnica e instrumentos del análisis económico del Derecho son esencialmente económicos; se trata de aplicar los instrumentos del análisis económico del Derecho a una parte – ciertamente que no menor – del esfuerzo social productivo”.

²⁷ No mesmo sentido, Cabanellas (2006, p. 22): “A análise econômica do Direito pode adotar uma metodologia normativa ou positiva; reflete, em tal sentido, a mesma dualidade própria da ciência econômica em geral. Quando adota uma metodologia normativa, parte – implícita ou explicitamente – de certas metas ou valores, e julga ou avalia os fenômenos jurídicos a partir do ponto de vista de tais metas ou valores; dirá, assim, por exemplo, que determinada norma é ineficiente, à luz de um critério preestabelecido de eficiência social. Quanto adota uma metodologia positiva, limita-se a expor certos fatos e suas consequências.” (tradução livre)

Cooter e Ulen (1998, p. 13-14), ao analisar o conceito da Análise Econômica do Direito, explicam que a Economia ofereceu uma teoria para prognosticar os efeitos das leis e das sanções legais sobre o comportamento dos indivíduos. Esclarecem que, para os economistas, as sanções são como preços e, em tese, os indivíduos respondem a tais sanções de maneira similar à forma como respondem aos preços, ou seja, perante sanções legais mais severas, os indivíduos respondem realizando menos a atividade sancionada. Em outras palavras, a economia oferece uma teoria para predizer como os indivíduos responderão perante as mudanças das leis. Desse modo, essa teoria permite que se avaliem o Direito e as políticas públicas, para que se possa verificar se estão cumprindo seu importante papel de alcançar metas sociais.

Ribeiro e Galeski Jr (2009, p. 69) asseveram, ainda, que “a Análise Econômica do Direito é essencialmente um movimento interdisciplinar, que traz para o sistema jurídico as influências da ciência social econômica, especialmente os elementos valor, utilidade e eficiência”. Esclarecem que busca aplicar seu método a todas as searas do direito, inclusive àquelas em que a sua utilização possa causar maior estranheza ao jurista, como o direito penal e o direito de família.

Quanto à aplicação da Análise Econômica do Direito aos diversos ramos jurídicos, Cabanellas (2006, p. 22), traz as seguintes observações:

“A análise econômica do Direito é suscetível de aplicar-se a todos os ramos jurídicos. Isso não implica afirmar que todas as condutas humanas, ou as condutas jurídicas, estejam motivadas exclusivamente por considerações econômicas, ou que devam ser julgadas somente a partir dessa perspectiva. Implica, sim, que ainda que se tratem de normas com motivos extraeconômicos, e que regulem atividades feitas com fins extraeconômicos, tais normas terão efeitos econômicos que podem ser descritos e analisados” (tradução livre).²⁸

Por fim, segundo Kluger (2006, p. 09), a Análise Econômica do Direito circunda em torno das noções de eficiência ou de bem-estar agregado, tendo em vista que considera que as normas jurídicas podem ser compreendidas como intentos institucionais de maximizar o bem-estar agregado. A Análise Econômica parte da premissa de que os indivíduos são agentes racionais, que realizam escolhas para maximizar suas utilidades individuais, segundo uma ordem coerente de preferências transitivas, o que permite predizer seu comportamento ou

²⁸ “El análisis económico del Derecho es susceptible de aplicarse a todas las ramas jurídicas. Esto no implica afirmar que todas las conductas humanas, o las conductas jurídicas, están motivadas exclusivamente por consideraciones económicas, o que deban ser juzgadas solamente desde esta perspectiva. Sí implica que, aunque se trate de normas con motivos extraeconómicos y que regulan actividades hechas con fines extraeconómicos, tales normas tendrán efectos económicos que pueden ser descritos y analizados (CABANELLAS, 2006, p. 22).

reação acerca das previsões ou mudanças do ordenamento jurídico. O conjunto de preferências dos agentes é estável e as escolhas são orientadas à busca da eficiência na alocação dos recursos. Nesse contexto, o Direito passa a ser visto como um sistema de incentivos aos indivíduos, e torna-se essencial para a proposição de regulamentações e criação de instituições cuja existência promova a eficiência na utilização dos recursos.²⁹

Em suma, a Análise Econômica do Direito, corrente acadêmica interdisciplinar, formada por juristas e economistas, consiste na aplicação dos instrumentos econômicos aos fenômenos jurídicos, para examinar sua formação, sua estrutura, seus processos e os impactos do Direito e de suas instituições sobre o comportamento dos agentes econômicos e sobre as relações sociais, bem como a qualidade e eficiência dos instrumentos legais. É hábil a prever os efeitos das sanções legais sobre os comportamentos. Possibilita, então, o aperfeiçoamento da eficiência da economia, ao estabelecer regras com base no estudo de suas consequências econômicas. Tem aplicação em todas as áreas do Direito, muito embora não seja bem aceita pela doutrina a sua incidência em áreas como Direito de Família, por exemplo.

2.3 IMPORTÂNCIA DO ESTUDO CONJUNTO DE DIREITO E ECONOMIA

A importância do estudo conjunto das disciplinas de Direito e Economia é indiscutível. A interdisciplinaridade e a visão holística, indubitavelmente, enriquecem as conclusões obtidas acerca da realidade dos fatos e de suas consequências. As noções obtidas por meio do estudo da lógica econômica contribuem para aprimorar o sistema jurídico, por meio da elaboração de leis mais adequadas à realidade, da maior conscientização dos julgadores acerca da repercussão de suas decisões, dentre outros exemplos. Esse aperfeiçoamento do sistema jurídico, obtido ao se agregar noções da economia, tem o poder de acarretar, por conseguinte, um maior desenvolvimento da própria economia, que passa a contar com o apoio das instituições para organizar seu funcionamento.

Cabanellas (2006, p. 21) ensina que os fenômenos jurídicos, por um lado, constituem

²⁹ No mesmo sentido, Spector (2006, p. 41-42) explica que o enfoque econômico do direito sustenta que “as normas jurídicas podem ser entendidas como intentos institucionais de maximizar o bem-estar agregado”. A Análise Econômica do Direito tem como premissa fundamental o fato de que “os indivíduos são agentes racionais que elegem suas ações para maximizar suas utilidades individuais sobre a base de uma ordem coerente de preferências transitivas”. Além disso, admite que “existe uma noção de eficiência consistente e inteligível que pode servir de base para avaliar as instituições jurídicas”.

elementos necessários para a organização do sistema econômico e, por outro, têm efeitos perceptíveis sobre a atividade econômica, incidindo sobre ela tanto quantitativa, quanto qualitativamente.

Essa idéia é confirmada pelos ensinamentos de Pinheiro e Saddi (2005, p. 11-14), que esclarecem que apesar das diferenças de ponto de vista, há um amplo reconhecimento de que o Direito exerce um papel essencial na organização da atividade econômica. Explicam que esse reconhecimento se deu com a melhor compreensão do papel das instituições no crescimento da economia, o que foi muito estudado por North e Olson. Entende-se que a existência de instituições efetivamente fortes e respeitadas, tanto no âmbito do sistema de normas quanto no do sistema Judiciário, são fatores essenciais para o crescimento econômico.

No prefácio da obra “Direito, Economia e Mercados”, de Pinheiro e Saddi (2005, XXIII-XXIV), Edmar Lisboa Bacha destaca que nos dias atuais, esse diálogo entre direito e economia é de extrema relevância na facilitação da retomada do crescimento econômico do país. Ensina que no Brasil, por um longo período, o Estado teve uma atuação onipresente na geração da poupança e no direcionamento do investimento, mas entrou em bancarrota na década de 1980, fazendo com que o país passasse a buscar novas instituições que permitissem a retomada do crescimento econômico sustentado. Aponta, como pilares dessa nova institucionalidade: equilíbrio fiscal, estabilidade monetária, redução da participação direta do Estado nas atividades produtivas e maior integração econômica internacional. Entende o doutrinador que o apropriado ordenamento jurídico das relações econômicas e sociais adquire importância central para o desenvolvimento econômico brasileiro.

Coase (1988, p. 27-28) destaca a importância da política econômica, que é definida por meio da elaboração de leis, e que tem por objetivo garantir que as condutas das pessoas sejam norteadas por escolhas que sejam benéficas para o sistema como um todo. Verifica-se, assim, a importância do Direito na maximização do bem-estar social:

O objetivo da política econômica é garantir que as pessoas, quando decidem que caminho seguir, escolham aquele que resulta na melhor escolha para o sistema como um todo. (...). Já que, na maior parte das vezes, as pessoas optam por fazer aquilo que elas pensam que promove o seu próprio bem-estar, a forma de alterar o seu comportamento na esfera econômica é fazer com que seja do seu interesse fazer isso (agir como é melhor para o sistema). A única forma disponível para os governos fazerem isso (que não é por meio da exortação, em geral completamente ineficaz) é alterar a lei ou sua aplicação.

Zylbersztajn e Sztajn (2005, p. V e VI), na apresentação da obra Direito e Economia, ponderam que o estudo das relações entre Direito, Economia e Organizações está em contínua

evolução e é importante para “explicar a evolução de uma dada sociedade, fomentar o desenvolvimento econômico e social, melhorar o ambiente de negócios; procurando, em suma trabalhar de modo equilibrado os aspectos de equidade social e da eficiência econômica”. No prefácio do livro por eles redigido, Elizabeth M. M. Q. Farina, presidente do CADE, destaca a relevância do estudo conjunto das duas disciplinas para o desenvolvimento econômico do país e assevera que as reformas institucionais, associadas à Lei de Falências, Reforma do Judiciário, respeito aos contratos, dentre outros temas, formam o alicerce necessário para a sustentabilidade do desenvolvimento (Zylberstajn e Sztajn, 2005, p. XIII- XIV).

2.4 PREMISSAS PARA A APLICAÇÃO DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

É conveniente mencionar, ainda, as premissas fundamentais para a aplicação da Análise Econômica do Direito, o que é bem explicado por Pinheiro e Saddi (2005, p. 88-90). A primeira delas baseia-se no fato de que as escolhas dos agentes econômicos sempre se fundam na adequação dos meios disponíveis para atingir os fins que mais interessam, de modo que certas atitudes somente serão tomadas pelos indivíduos se o benefício auferido for maior que o custo despendido para obtê-lo. Aplicando-se essa premissa ao Direito, implica, por exemplo, que a decisão de rescindir um contrato, de sobrepor-se ao contrato ou de agir ilicitamente, dependerá de um balanço racional entre benefícios e custos de cada ação.

A segunda premissa, que resulta da primeira, parte do pressuposto de que os preços – assim entendidos as recompensas e sanções pecuniárias, tais como benefícios trabalhistas, multas, serviços comunitários, penas de reclusão/detenção para os comportamentos ilegais – influenciam o comportamento humano. Assim, a escolha de cada opção é analisada tendo em consideração os benefícios auferidos por meio de uma comparação qualitativa ou quantitativa (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 88-90).

Por fim, a terceira premissa consiste no conceito de eficiência – “maximização de riqueza” – como critério para verificar se os escassos recursos existentes estão sendo bem utilizados (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 90).

Paolantonio (2006, p. 203-205) resume em poucas linhas os pressupostos básicos em que se funda a Análise Econômica do Direito:

- a. os agentes econômicos perseguem como objetivo aumentar seu benefício (maximização da utilidade).
- b. os agentes econômicos atuam racionalmente, o que permite prever seu comportamento ou reação a respeito das previsões ou mudanças do ordenamento jurídico.
- c. e o conjunto de preferências dos agentes econômicos é estável (tradução livre).³⁰

Forgioni (2006, p. 45-6) afirma que na elaboração, interpretação e aplicação do Direito devem ser observadas algumas considerações. Aponta para a necessidade de abandonar o método clássico da análise jurídica, que considera apenas o prejuízo que uma parte causou a outra, para verificar em que medida as partes se prejudicaram mutuamente, ou seja, é necessário examinar os custos e benefícios para todas as partes da relação. Além disso, destaca que o sistema jurídico deve proporcionar um maior grau de segurança e de previsibilidade, reduzindo, assim, os custos de transação e facilitando, por conseguinte, as contratações entre os agentes. Explica que o direito deve ser usado para tornar mais claro o “marco regulatório”, diminuindo o risco a ser suportado nas transações, sem desprezar o fato de que a intervenção estatal também gera custos, que não podem ser desconsiderados no momento da elaboração de leis e na aplicação do direito. Assim, ante o fato de gerar custos, a intervenção deve ser admitida apenas quando necessária à neutralização das falhas de mercado, de modo que, na ausência de falhas, a alocação eficiente de recursos será realizada pelo próprio mercado.

Superada essa análise prévia acerca das premissas da Análise Econômica do Direito, considera-se relevante analisar com maior minúcia algumas delas, como a escolha racional dos agentes na busca da melhor alocação dos recursos, a eficiência, as falhas de mercado (assimetria de informação, existência de poder econômico dispar, externalidades e custos de transação).

2.4.1 A escolha racional

A doutrina econômica apresenta três definições distintas sobre o que seja atuar racionalmente. A primeira delas supõe que o agente possui preferências estáveis e

³⁰ “En su formulación más conocida, el análisis económico del derecho se construye sobre tres presupuestos básicos: a. los agentes económicos persiguen como objetivo aumentar su beneficio (maximización de utilidad); b. los agentes económicos actúan racionalmente, lo que permite predecir su comportamiento o reacción respecto de las previsiones o cambios del ordenamiento jurídico; c. y el conjunto de preferencia de los agentes económicos es estable” (PAOLANTONIO, 2006, p. 203-205).

predeterminadas, além de completas – pois possui informação suficiente para realizar suas escolhas, perante quaisquer alternativas – e transitivas – tendo em vista que consegue realizar comparações entre objetos, o que implica que agir racionalmente seria saber comparar e decidir entre duas opções³¹ (RODRIGUES, 2007, p. 12-13).

A segunda definição de racionalidade, por sua vez, parte do pressuposto de que o agente, ao conhecer a utilidade de cada bem, consegue decidir, dentre vários bens, pelo de maior utilidade – o que se denomina ‘maximização de utilidade’ (RODRIGUES, 2007, p. 13).

Por fim, a terceira definição está relacionada com o fato de que o agente pode optar por uma alternativa em que os benefícios sejam maiores do que os respectivos custos³² (RODRIGUES, 2007, p. 12-14).

Segundo Guestrin (2004, p. 79-80), as necessidades que os seres humanos devem satisfazer para sua subsistência constituem o ponto de partida de toda atividade econômica. Os indivíduos, a partir de seus desejos, esforçam-se para procurar os bens ou serviços que permitam sua satisfação pessoal. As necessidades e os desejos são ilimitados, enquanto os recursos disponíveis são limitados. Em outras palavras, os bens são insuficientes para satisfazer tudo o que se aspira consumir, o que implica concluir que os esforços para superar a escassez são permanentes. Desse modo, o comportamento econômico pode ser definido como “aquele que se refere à escolha entre diferentes meios, tendente à satisfação de necessidades, em um contexto de escassez” (tradução livre).³³

Prossegue o autor explicando que os seres humanos, em geral, ao escolher os bens e serviços que mais valorizam, fazem-no racionalmente, consoante o grau de satisfação que seu consumo lhes confere. Ensina que ao se aplicar o conceito de utilidade, é possível definir qual

³¹ “O pressuposto da *transitividade* equivale a admitir que se o agente económico prefere a alternativa A à alternativa B e a alternativa B à alternativa C, então, prefere igualmente a alternativa A à alternativa C. Ou seja, se alguém gosta de mais de Direito do que de Economia e mais de Economia do que de Matemática, também gosta mais de Direito do que de Matemática. “Actuar de forma racional” significa, nesta versão, que se o agente económico prefere A a B e tem que escolher entre ambas, escolherá A” (RODRIGUES, 2007, p. 13).

³² “(...) Por benefício entendemos aqui qualquer acréscimo na utilidade do agente económico e por custo qualquer decréscimo nessa utilidade. Em rigor, o custo é a satisfação de que se abdica ao escolher uma determinada alternativa. Quando compramos alguma coisa, e pagamos o respectivo preço, estamos a abdicar da satisfação que poderíamos obter dando ao dinheiro uma utilização diferente: essa utilidade de que estamos a abdicar é o verdadeiro custo da nossa compra; o preço é apenas uma medida monetária da utilidade perdida. Todas as nossas escolhas, dando ou não lugar a um desembolso monetário, têm custos: se de verdadeiras escolhas se trata, quando optamos por uma alternativa abdicamos de outras. Quando se senta a ler este texto, o leitor está a abdicar de utilizar o seu tempo de outra forma. Em termos económicos, o custo de uma determinada opção, designado *custo de oportunidade*, é aquilo que se sacrifica por não escolher a mais favorável das alternativas disponíveis” (RODRIGUES, 2007, p. 14).

³³ “Comportamiento económico es – por lo tanto – desde esta perspectiva, aquél que se refiere a la elección entre diferentes medios, tendiente a la satisfacción de necesidades, en un marco de escasez. Toda actividad que requiera de medios escasos para lograr la finalidad perseguida, que imponga la necesidad de optar entre sus diferentes usos alternativos, renunciando a usarlos con otra finalidad, encuadra en esta categoría y es considerada económica” (GUESTRIN, 2004, p. 79-80).

dos bens ou serviços produzirá mais satisfação³⁴ (GUESTRIN, 2004, p. 80).

Para Guestrin (2004, p. 80-81), uma atuação racional implica estabelecer quais são os objetivos, escolher os instrumentos a serem utilizados, avaliar como estes operam sobre aqueles e encaminhá-los até a sua consecução. A atuação racional parte do pressuposto de que os recursos são empregados para obter o máximo possível de satisfação dos fins ou, na sua falta, de ao menos parte deles, com a mínima quantidade de recursos. Define-se o comportamento racional, desse modo, como aquele que seja previsível e estável frente às metas e aos meios conhecidos.

Os economistas explicam que os modelos que supõem um comportamento de *maximização* (escolha da melhor alternativa) funcionam porque a maioria dos indivíduos são racionais, e a racionalidade requer a maximização. As alternativas enfrentadas por uma pessoa encarregada de tomar decisões econômicas lhes dão quantidades diferentes daquilo que deseja, e na prática as alternativas ao alcance do agente são restritas (COOTER; ULEN, 1998, p. 24).

A escolha racional pode ser definida como o “*agir* de forma racional, ou seja, de acordo com as conclusões pessoais do que proporciona mais utilidade” e implica “saber analisar a utilidade marginal³⁵ de um bem” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 82).

De acordo com Posner (2000, p. 24), é passível de crítica a tendência da Análise Econômica do Direito em presumir que os agentes econômicos sempre ajam de forma racional, tendo em vista que muitas outras variáveis interferem nas decisões econômicas, mas justifica que, não obstante, a abstração está na essência da investigação científica:

O leitor não familiarizado com a economia poderia estar desconcertado pelo que parecem ser pressupostos muito pouco realistas da teoria econômica. O pressuposto básico, de que o comportamento humano é racional, parece refutado pelas experiências e observações da vida diária, ainda que a contradição seja menos flagrante enquanto se compreende que o conceito de racionalidade utilizado pelo economista é objetivo e não subjetivo (...). Ainda assim, os pressupostos da teoria econômica são unidimensionais e pálidos quando se contemplam como descrições do comportamento humano, em particular o comportamento de “agentes” econômicos pouco convencionais como o juiz, o litigante, o pai, o violador, e outros personagens que encontramos na análise econômica do direito. Sem embargo, a

³⁴ Guestrin (2004, p. 80-81) esclarece que a utilidade consiste em um instrumento destinado a estudar como as pessoas distribuem racionalmente seus recursos escassos, entre os diferentes bens e serviços que estão postos ao seu alcance.

³⁵ Explicam Ribeiro e Galeski Jr (2009, p. 82) que “O princípio da escolha racional está ligado à chamada Revolução Marginalista (Neoclássicos) e à Escola Austríaca – em contraposição aos Economistas Clássicos – pois introduziram o conceito de ‘marginalidade’ nas análises econômicas. *Marginal* é o adjetivo que representa os efeitos de uma pequena variação. Assim, é possível analisar se uma escolha é racional ou não se o benefício marginal exceder o custo marginal (...)”.

abstração está na essência da investigação científica, e a economia aspira ser científica (...). Uma teoria que em seus pressupostos trata de reproduzir fielmente a complexidade do mundo empírico não seria uma teoria – uma explicação – mas sim uma descrição (tradução livre).³⁶

A partir desses estudos, a doutrina sentiu a necessidade de classificar ou mensurar a utilidade, o que deu ensejo ao surgimento de duas teorias: a cardinalista e a ordinalista. A primeira funda-se em valores absolutos e arbitrariamente fixados, enquanto a segunda preceitua que a utilidade é baseada nas preferências subjetivas de cada agente e funda-se na premissa de que nem sempre a informação é suficientemente completa ao agente econômico (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 85).

Segundo Ribeiro e Galeski Jr (2009, p. 85), para que um indivíduo escolha de forma racional, basta que saiba ordenar o que, para ele, é mais interessante e mais útil. A escolha racional é subjetiva, dependendo apenas dos desejos de quem escolhe, sendo impossível eleger um padrão universal de utilidade.

Rodrigues (2007, p. 13) destaca que “(...) utilidade é aqui um termo técnico que designa a satisfação que o indivíduo retira de uma dada situação, não tendo uma conotação exclusivamente material”, de modo que é possível obter utilidade por meio do consumo de um alimento, mas também pela observação de uma obra de arte.

Por fim, explica Guestrin (2004, p. 81) que a noção de escolha racional constitui uma das hipóteses mais importantes no âmbito dos estudos de Economia, pois “permite estabelecer previsões sobre os efeitos de medidas de governo, de política econômica e (...) sobre o estabelecimento, modificação ou derrogação de normas jurídicas”³⁷ (tradução livre).

³⁶ “El lector no familiarizado con la economía podría estar desconcertado por lo que parecen ser supuestos muy poco realistas de la teoría económica. El supuesto básico, el de que el comportamiento humano es racional, parece refutado por las experiencias y observaciones de la vida diaria, aunque la contradicción es menos flagrante en cuanto se entiende que el concepto de racionalidad utilizado por el economista es objetivo y no subjetivo. (...) Aun así, los supuestos de la teoría económica son unidimensionales y pálidos cuando se contemplan como descripciones del comportamiento humano, en particular el comportamiento de ‘actores’ económicos poco convencionales, como el juez, el litigante, el padre, el violador y otros personajes que encontraremos en el análisis económico del derecho. Sin embargo, la abstracción está en la esencia de la investigación científica, y la economía aspira a ser científica. (...) Una teoría que en sus supuestos tratara de reproducir fielmente la complejidad del mundo empírico no sería una teoría – una explicación – sino una descripción” (POSNER, 2000, p. 24).

³⁷ A suposição de que os indivíduos atuam coerente e racionalmente para o alcance de seus objetivos, comparando seus custos e seus benefícios, distinguindo aquilo que lhes é útil daquilo que lhes é inútil, tentando maximizar sua utilidade e lograr seu próprio benefício pessoal, constitui uma das hipóteses mais importantes no âmbito da economia. Se a aceita ao referir-se ao comportamento das pessoas que atuam tanto individual como em grupo, em sociedades associações, partidos políticos etc. Permite estabelecer previsões sobre os efeitos de medidas de governo, de política econômica e (...) sobre o estabelecimento, modificação ou derrogação de normas jurídicas (GUESTRIN, 2004, p.81) (tradução livre).

2.4.2 A eficiência

Explica Cabanellas (2006, p. 31) que a Análise Econômica do Direito faz um uso constante do conceito de eficiência e que “na Escola de Chicago, este uso se converte quase em obsessão, e a eficiência do sistema jurídico é uma sorte de pedra filosofal a cuja descoberta se orientam todos os esforços.”³⁸

As noções de eficiência exercem forte influência nos estudos da Análise Econômica do Direito, principalmente no que tange à formulação de normas jurídicas (SZTAJN, 2005a, p. 75-76). Além disso, trata-se de uma das preocupações basilares da Ciência Econômica, e parte do pressuposto de que os desejos são ilimitados, mas os recursos disponíveis são limitados, o que motiva a buscar a melhor alocação de bens para que a maior quantidade possível de demandas seja satisfeita (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 85).

Essa preocupação constante com a maximização da eficiência faz com que os estudos de Direito e Economia sejam alvo de muitas críticas, pois há estudiosos que entendem que, sob esse raciocínio, a teoria se dedicaria mais à eficiência do que à equidade.³⁹ No entanto, isso nem sempre é verdade, tendo em vista que a depender do critério de eficiência que se adote, é possível conciliar os dois valores.⁴⁰

Explica Cabanellas (2006, p. 31) que os problemas surgem quando se tenta obter a definição de eficiência. Afirma que tradicionalmente a ciência econômica traz várias distinções quanto ao seu conceito:

³⁸ “El análisis económico del Derecho, en sus distintas vertientes, hace un uso permanente del concepto de eficiencia. En la escuela de Chicago, este uso se convierte casi en obsesión y la eficiencia del sistema jurídico es una suerte de piedra filosofal a cuyo descubrimiento se orientan todos los esfuerzos (CABANELLAS, 2006, p. 31).

³⁹ Segundo Guestrin (2004, p. 38), “Existe um conhecido questionamento que destaca o possível conflito entre eficiência e equidade. O problema surge ao se advertir que a melhora na distribuição (equidade), pode produzir certa perda de eficiência. Inversamente, uma maior eficiência pode ir acompanhada de sacrifícios na equidade. Em nosso pensamento, embora a eficiência seja um objetivo a se alcançar, não é elevada à classificação de valor social predominante. Justamente, o estudo dos efeitos redistributivos das normas jurídicas e sua comparação com outros instrumentos constitui um dos temas fundamentais da disciplina que nos ocupa” (tradução livre).

⁴⁰ Este princípio remete a um dos argumentos com os quais se justifica a alegação de que o *Direito & Economia* se preocupa mais com a eficiência do que com a equidade. Isso é parcialmente falso. Quando uma mudança leva a uma situação *Pareto Superior*, pelo menos uma pessoa ficou melhor, sem que ninguém tenha ficado pior. Do ponto de vista econômico, houve um ganho de eficiência, ainda que a nova situação possa ou não ser mais equitativa – isso dependerá da posição relativa de quem se beneficiou. Pelo princípio da eficiência, mudanças de regras que levem a uma situação Pareto superior são sempre desejáveis. Entretanto, uma mudança que não seja equitativa, no longo prazo, acarreta problemas de distribuição de renda, por exemplo. Assim, eficiência e equidade não são necessariamente divorciadas (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 88-89).

Fala-se, assim, de eficiência no intercâmbio, quando os bens se intercambiam de tal forma que uma ou mais das pessoas que participam do intercâmbio se beneficiam, sem prejuízo das demais; assim, por exemplo, um produtor de maçãs intercambiará seus frutos com um produtor de laranjas, com benefício recíproco, pois as maçãs das que se desprende seu produtor não lhe reportam utilidade alguma, que se obtém das laranjas que assim adquire, e – *mutatis mutandi* - o mesmo se aplica para o produtor de laranjas. Também existe uma eficiência na produção, que se logra quando com a mesma quantidade de fatores de produção se logra uma maior produção de certos bens ou serviços sem reduzir a dos restantes. E existe também uma eficiência na combinação de produtos, quando modificando as combinações postas a disposição dos consumidores se logra para alguns deles uma maior utilidade, sem prejudicar os restantes (tradução livre).⁴¹

Quando se trata de definir a eficiência, dois importantes critérios sempre são mencionados: o de Pareto e o de Kaldor-Hicks. De acordo com o critério proposto por Pareto, os bens são transferidos de quem os valoriza menos a quem os valoriza mais. A eficiência se verifica, segundo esse enfoque, quando alguém fica melhor do que anteriormente com a mudança de alguma atribuição de bens anterior, mas sem que ninguém fique pior (SZTAJN, 2005a, p. 75-76).

Guestrin (2004, p. 38-39) explica que “o ‘Ótimo de Pareto’. vincula-se ao grau máximo de eficiência alcançável para que na sociedade os recursos escassos sejam alocados sem desperdício, em uma situação que não pode modificar-se sem piorar-se”. Ensina que o critério de Pareto supõe que o desperdício de recursos é ruim e que ao eliminá-lo, seria possível melhorar o bem estar das pessoas. Pondera, porém, que para poder escolher entre diferentes pontos de eficiência, deve-se observar a questão da equidade. Isso porque embora as decisões tomadas para resolver os problemas econômicos fundamentais baseiem-se no desejo das pessoas de melhorar suas respectivas situações, é muito difícil chegar a um acordo sobre qual das distribuições é justa e qual é injusta. Não existe um padrão objetivo e livre de juízos de valor para realizar as escolhas, o que explica a razão pela qual os mercados nem sempre são efetivos quando se perseguem objetivos sociais mais amplos, como por exemplo pela maior distribuição de renda que gere maior equidade.

Segundo Posner (2000, p. 21), o critério de Pareto merece críticas porque no mundo real as condições para a superioridade quase nunca se satisfazem. Em outras palavras, é

⁴¹ “Se habla, así de eficiencia en el intercambio, cuando los bienes se intercambian de tal forma que una o más de las personas que participan en un intercambio se benefician, sin perjuicio de las demás; así, por ejemplo, un productor de manzanas intercambiará sus frutos con un productor de naranjas, con beneficio recíproco, pues las manzanas de las que se desprende su productor no le reportan utilidad alguna que si obtiene de las naranjas que así adquiere, y – *mutatis mutandi* – lo mismo se aplica para el productor de naranjas. También existe una eficiencia en la producción, que se logra cuando con la misma cantidad de factores de producción se logra una mayor producción de ciertos bienes o servicios sin reducir la de los restantes. Y existe también una eficiencia en la combinación de productos, cuando modificado las combinaciones puestas a disposición de los consumidores se logra para algunos de ellos una mayor utilidad, sin perjudicar a los restantes” (CABANELLAS, 2006, p. 31).

praticamente impossível que nas relações de troca não haja prejuízo, ainda que indireto, para alguém.

Em razão das imperfeições apresentadas pelo modelo anterior, Kaldor e Hicks desenvolveram outro critério para avaliar a eficiência. O critério de Kaldor-Hicks, ao partir de modelos de utilidade, preconiza que as normas devem ser elaboradas de modo a gerar o máximo de bem-estar para o maior número de pessoas. Explica-se que, nesse caso, a complicação estaria na necessidade de maximizar duas variáveis e na dificuldade de elaborar uma forma de compensação entre elas. No entanto, essa peculiaridade também é analisada por Kaldor e Hicks, que estabeleceram uma proposta de compensações teóricas entre os que se beneficiam e os que são prejudicados. Em havendo várias opções, a escolha deve recair sobre aquela que resulte na possibilidade de compensação (SZTAJN, 2005a, p. 75-76).

Guestrin (2004, p. 38-39) ensina que a eficiência de Kaldor-Hicks é também conhecida como o critério da “eficiência potencial”, pois se apresenta em situações nas quais o benefício que uma pessoa pode ter é maior do que o prejuízo que as outras podem sofrer, ou então em situações em que os benefícios sociais líquidos decorrentes de uma mudança sejam positivos.

Por fim, segundo Cabanellas (2006, p. 31-32), pelo critério de Kaldor e Hicks, uma situação X é preferível a uma situação Y se os agentes beneficiados por essa situação X estiverem dispostos a compensar plenamente aqueles que sejam por ela prejudicados, mesmo que essa situação não venha a ocorrer na realidade. Segundo o autor, esses critérios, apesar de serem muito utilizados, apresentam inúmeras debilidades. Primeiro porque a ciência econômica é limitada, o que faz com que se busque, ao invés de critérios empiricamente apreciáveis, um grande agregado de informações que acabam desvirtuando o resultado final e ocultando, principalmente, a complexidade do mundo jurídico. Segundo, a terminologia oculta os valores subjacentes a esse critério – utilização do poder de compra como único parâmetro de decisão – ignorando o fato de que, além do sistema econômico, o sistema político também influencia na alocação de bens e enseja resultados diversos, inclusive com o intuito de corrigir o próprio mercado. Terceiro, a metodologia adotada desconsidera o fato de que a essência de todo sistema jurídico tem em si a existência de conflitos, ou seja, pessoas beneficiadas e pessoas prejudicadas, as quais tenderão a resistir, o que não é observado pelo critério Kaldor e Hicks (CABANELLAS, 2006, p. 31-32).

Ribeiro e Galeski Jr (2009, p. 89) ponderam que os adeptos da Análise Econômica do Direito apresentam a tendência a vincular-se, ainda que remotamente, aos utilitaristas, que não costumam centrar suas preocupações na distribuição de resultados entre os indivíduos, mas

sim na soma do total de satisfação obtida, o que pode gerar distorções, tendo em vista que tanto uma sociedade escravagista quanto uma democrática poderiam ter o mesmo valor, caso apresentassem um mesmo número de pessoas satisfeitas. Entretanto, os críticos se esquecem que a noção de bem-estar, que deve basear a aplicação do conceito de eficiência econômica, já era adotado pelos utilitaristas. Em suma, “para a Análise Econômica do Direito a busca da eficiência econômica é premissa básica e deve ser implementada nas decisões jurídicas, de acordo com os critérios de Pareto, quando possível, ou de Kaldor-Hicks, tomando então como baliza ética a verificação empírica do bem-estar” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 91-92).

De fato, verifica-se que ambos os critérios apresentados pelos doutrinadores, ou seja, tanto o de Pareto quanto o de Kaldor-Hicks, apresentam deficiências. No entanto, na ausência de critério melhor, deve-se optar pelo de Pareto, quando possível, ou então pelo de Kaldor-Hicks, mas sem deixar de observar que os valores desenvolvimentistas, principalmente os que preconizam o bem-estar social, não podem ser desconsiderados na avaliação final da eficiência do sistema econômico.

2.4.3 As falhas de mercado

Também constituem uma das premissas da Análise Econômica do Direito as falhas de mercado, que estão estritamente relacionadas com a questão da eficiência, na medida em que podem interferir em seus resultados, prejudicando seu alcance. Uma das formas de corrigir as falhas de mercado e contribuir, por conseguinte, para a promoção da eficiência, dá-se por meio da regulação do mercado, a partir da elaboração ou alteração de regras jurídicas.

De acordo com Yazbek (2009, p. 34) a análise das falhas de mercado nasceu quando da publicação, em 1919, de *Economics of Welfare*, de Arthur Cecil Pigou, fundada justamente nessa constatação de que os mercados podem apresentar falhas, mostrando-se ineficientes.

Guestrin (2004, p. 33 e 331) explica que para se alcançar a máxima eficiência social possível, os custos sociais gerados no mercado devem ser equivalentes aos benefícios sociais, o que só se tornaria possível se “o produto marginal social, proveniente de cada recurso produtivo, fosse igual em todos seus usos possíveis, e já não resultasse possível nenhuma realocação dos recursos que permitisse aumentar sua produtividade”. No entanto, o mercado nem sempre consegue, sozinho, assegurar a eficiente alocação desses recursos, em razão das falhas de mercado, as quais impedem a concretização de requisitos do equilíbrio da

concorrência perfeita⁴² e são determinantes de alocações ineficientes dos recursos.

As falhas de mercado são definidas por Figueiredo (2010, p. 128-131) como “toda a situação de anormalidade de efeito danoso, potencial ou efetivo, ao devido processo competitivo de determinado nicho de nossa economia, tendo resultados negativos para o bem-estar socioeconômico da população (...)”.

Guestrin (2004, p. 33) cita alguns exemplos de falhas do mercado: mercados imperfeitamente competitivos; barreiras de entrada decorrentes de limitações de ordem legal; barreiras de entrada decorrentes de altos custos sociais, informação imperfeita, externalidades ou efeitos externos, custos de transação relevantes, bens públicos e instabilidade do mercado.

Conforme já mencionado, na existência dessas falhas, surge a necessidade de regulação da economia pelo Direito. Sobre o assunto, Figueiredo (2010, p. 128-131) ensina que somente haverá regulação nas situações em que o mercado privado não conseguir, sozinho, auto-regular-se, ou seja, quando não conseguir alcançar os fins pretendidos pelas políticas públicas adotadas pelo Estado, nem alcançar as necessidades inerentes à sua salutar manutenção.

Serão aprofundadas as noções de assimetria de informações, disparidade de poder econômico entre os agentes, bens públicos e externalidades em razão de sua importância para os objetivos que se pretende alcançar por meio deste trabalho.

2.4.3.1 Assimetria de informações⁴³

De acordo com Guestrin (2004, p. 335-337), em um modelo de mercado em que se vislumbre a concorrência perfeita, existe ampla informação e conhecimento de mercado por parte dos agentes, ou seja, tanto os vendedores quanto os compradores conhecem os bens e serviços que são oferecidos e adquiridos, bem como as condições de mercado, e têm plena

⁴² Guestrin explica que a concorrência perfeita é uma descrição ideal de um ou mais mercados. Ensina que “nela, o preço de cada um dos bens e serviços se determina pela recíproca interação da demanda e da oferta dos agentes econômicos. Nenhum ofertante e nenhum demandante crêem, de sua parte, que suas decisões individuais de oferta e de demanda possam afetar o preço de mercado. Em uma economia de concorrência perfeita, todos os bens se produzem eficientemente (eficiência na produção) se alocam eficientemente entre os consumidores (eficiência no consumo). Não se pode alterar a combinação de bens e serviços produzidos para melhorar o bem-estar de alguns consumidores, sem piorar o de outros (eficiência no intercâmbio)” (2004, p. 329).

⁴³ O assunto já foi objeto de estudo em artigo cujo resumo foi publicado nos anais do PROCAD (2009), intitulado *Acesso à Informação e Desenvolvimento Socioeconômico*, de autoria de Luis Miguel Barudi Matos, Karin Bergit Jakobi e Marcia Carla Pereira Ribeiro. O texto completo está em fase de publicação.

liberdade para nele entrar e dele sair. Além disso, as empresas conhecem adequadamente as técnicas produtivas e os consumidores conhecem as características dos produtos, seus benefícios e defeitos, preços e condições. No entanto, conforme já mencionado, esse modelo é impossível de ser alcançado. As empresas não conhecem plenamente seus consumidores e estes, por sua vez, nem sempre contam com plena informação sobre a existência e disponibilidade dos produtos de que necessitam nem sobre o lugar onde poderiam obtê-los. Essas falhas apresentadas no mercado são ordinariamente denominadas “assimetria de informações” e prejudicam o alcance da eficiência, além de produzirem efeitos impensados ou indesejados.⁴⁴

A assimetria de informações é verificada em diversas hipóteses: quando um dos agentes possui mais informações do que o outro no momento da negociação; quando os custos para obter informações relevantes são muito altos para uma das partes, dificultando sua decisão de negociação; ou quando uma das partes possui mais conhecimento técnico a respeito do que está sendo contratado do que a outra. No contexto do mercado de capitais, por óbvio, quem emite as ações possui mais informações do que quem pretende adquiri-las, seja quanto ao seu real valor no mercado ou à real situação financeira da empresa emissora, seja quanto às questões técnicas referentes ao próprio funcionamento desse mercado. A pesquisa que a parte menos informada precisa realizar gera-lhe custos, o que prejudica a maximização da eficiência econômica.

Akerlof (1998, p. 488-489) estudou a assimetria de informações produzindo o trabalho intitulado *The Market for “Lemons”*. O autor utiliza o exemplo do mercado de veículos usados para explicar a essência da questão. Explica que com frequência se ouve falar na grande diferença de preços entre carros novos e carros que acabaram de deixar o *showroom*. Usualmente, a justificativa que se dá para explicar esse fenômeno é simplesmente a alegria de comprar um carro novo. No entanto, para o autor a explicação é outra. Tanto carros novos quanto usados podem ser bons ou ruins – os carros ruins são os ditos “limões”

⁴⁴ Segundo Yazbek (2009, p. 38-39), “a informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade. Assim, a obtenção das informações necessárias para atuar envolve determinados custos de transação, que oneram os agentes (...)”. Acrescenta o autor que “nos mercados concretos surgem situações diversas de assimetria informacional, em que tais agentes dispõem de dados distintos, tanto sob o aspecto quantitativo, quanto sob o aspecto qualitativo. Além disso, eles podem dispor, também, de fontes que lhes permitam o acesso privilegiado a informações. A consideração de tais assimetrias apresentaria uma relevância muito limitada, porém, se permanecesse limitada à criação dos mercados para informações. A sua existência pode, na verdade, trazer uma série de possíveis distorções aos mercados, não apenas por sabotar, de pronto, a presunção de plena informação que serve de pano de fundo para a análise do equilíbrio, mas também pela sua capacidade de gerar outros efeitos, mais concretos”.

na língua inglesa. Prossegue o autor explicando que depois de possuir um automóvel específico, por um longo período de tempo, o proprietário pode formar uma boa idéia acerca da qualidade de sua máquina. Nesse aspecto, uma assimetria quanto à informação disponível se desenvolve: o vendedor tem, nesse caso, mais conhecimento sobre a qualidade do carro do que os compradores. No entanto, bons carros e carros ruins podem acabar sendo vendidos pelo mesmo preço, na medida em que é impossível ao comprador conhecer a diferença entre ambos no momento da negociação. E é claro que um carro usado não poderia ter o mesmo valor do que um novo, pois se o valor fosse o mesmo, não seria vantajoso comprar um “limão” pelo mesmo preço de um carro bom (AKERLOF, 1998, p. 489).

Pinheiro e Saddi (2005, p. 259) ensinam que quando os agentes realizam transações com base em informações incompletas acerca dos custos e benefícios delas decorrentes (assimetria de informações), o mercado falha e acaba não maximizando o bem-estar social. A assimetria de informações, segundo os autores, verifica-se quando “uma das partes na transação sabe mais sobre o bem ou serviço transacionado do que a outra”. Cita, como exemplo, as emissões primárias de ações ou títulos de dívida corporativa, hipótese em que a empresa possui muito mais informações acerca de sua verdadeira situação financeira do que os potenciais investidores.

A assimetria informacional, considerada pelos estudiosos de Direito & Economia como uma das falhas de mercado, é uma das hipóteses em que se admite para determinadas situações a intervenção do Estado no domínio econômico, a fim de corrigir essa imperfeição.

De acordo com Pinheiro e Saddi (2005, p. 259-260), a assimetria de informação, no plano prático, é mais a norma do que a exceção, mas nem sempre é necessária ou recomendável a regulação do mercado nos casos em que se verifica. Muitas vezes, o interesse do vendedor em manter sua boa reputação é o suficiente para que a assimetria não prejudique a parte menos informada. Além disso, ressaltam os autores que “o custo em que o regulador incorre para informar-se e divulgar essa informação tende a ser muito alto, em comparação ao ganho marginal que pode resultar disso”. Nessas situações, é suficiente, em regra, manter uma regulação potencial, a ser utilizada somente nos casos de abuso. Esse trabalho é realizado, por exemplo, pelos PROCONS.⁴⁵

⁴⁵ Os PROCONS, na definição de Pinheiro e Saddi (2005, p. 406/407) “são órgãos estaduais e municipais de defesa do consumidor, criados, na forma da lei, especificamente para esse fim, com competências, no âmbito de sua jurisdição, para exercitar as atividades contidas no CDC e no Decreto 2.181/97, visando garantir os direitos dos consumidores. (...) São, portanto, os órgãos oficiais locais, que atuam junto à comunidade, prestando atendimento direto aos consumidores, tendo, desta forma, papel fundamental na atuação do SNDC. Outro importante aspecto da atuação dos Procons diz respeito ao papel de elaboração, coordenação e execução da

Os sistemas institucionais de informação, a exemplo da SERASA,⁴⁶ também facilitam o acesso à informação, equacionando a assimetria e reduzindo, assim, a desconfiança entre os agentes econômicos, bem como os riscos inerentes às contratações.⁴⁷ Por conseguinte, reduzem-se também os custos usualmente despendidos na busca de tais informações.

Pinheiro e Saddi (2005, p. 260) também aludem à questão da assimetria de informação entre cliente e fornecedor na prestação de serviços especializados, que pode ensejar problemas pelo fato de o cliente saber menos que o profissional: a seleção adversa e o risco moral.⁴⁸ A seleção adversa⁴⁹ decorre do fato de o cliente não ter como avaliar se a escolha do profissional foi boa ou ruim; o risco moral⁵⁰ resulta do fato de que, caso os

política local de defesa do consumidor, concluindo as atribuições de orientar e educar os consumidores, dentre outras”.

⁴⁶ Segundo o que consta em seu *site* oficial, a Serasa surgiu em 1968, em decorrência de uma ação cooperada entre bancos que buscavam informações rápidas e seguras para dar suporte às decisões de crédito. Sua atividade primordial era a de centralizar os serviços de elaboração de ficha cadastral única, compartilhada por todos os bancos associados, com redução de custos administrativos para os bancos e os cidadãos. Na década de 90, começou a expandir sua atuação, fornecendo informações para todos os segmentos da economia e para empresas de todos os portes, diminuindo os riscos inerentes às negociações. Trata-se de empresa privada, reconhecida pelo CDC como entidade de caráter público, que armazena “dados cadastrais de empresas e cidadãos e informações negativas que indicam dívidas vencidas e não pagas e os registros de protesto de título, ações judiciais, cheques sem fundos e outros registros provenientes de fontes públicas e oficiais”. (...) As informações da Serasa são fornecidas aos bancos e às empresas, com o objetivo de dar apoio às decisões de crédito e, assim, tornar os negócios mais baratos, rápidos e seguros (disponível em: <http://www.serasa.com.br/>). Ao permitir acesso a tais informações, proporciona a minimização do nível de desconfiança entre os agentes econômicos, equacionando a assimetria de informações e reduzindo custos de transação, que seriam mais elevados se o agente econômico precisasse buscar tais dados por conta própria. Segundo Pinheiro e Saddi (2005, p. 73), custos de transação são “custos incorridos pelos agentes econômicos na procura, na aquisição de informação e na negociação com outros agentes com vistas à realização de uma transação, assim como tomada de decisão acerca da concretização ou não da transação e no monitoramento e na exigência do cumprimento, pela outra parte, do que foi negociado”.

⁴⁷ Sobre o assunto, ver também Yazbek (2009, p. 17-20) que destaca os ensinamentos de Friedrich A. Hayek, que estudou o problema da divulgação de informações e do compartilhamento do conhecimento, e apontou para a importância das instituições, que ao estabelecer hábitos ou padrões de comportamento, apresentam conteúdo ‘informacional’.

⁴⁸ Quanto a esse assunto, Yazbek (2009, p. 39) destaca que os agentes econômicos podem usar o conhecimento de que dispõem em benefício próprio, em detrimento daqueles que possuem conhecimento mais limitado, o que pode ocasionar conflitos de interesses. Geralmente, esses problemas se configuram a partir da relação *principal-agent*, que foi elaborado para analisar as relações entre acionistas de uma sociedade e administradores nomeados para defender seus interesses e os da própria sociedade. Um relacionamento como esse pressupõe a existência de um “principal” e um “agente”, ambos racionais e maximizadores. Em razão da natureza da atividade, o contratado tem acesso privilegiado a informações que seriam de interesse do principal, podendo utilizá-la em benefício próprio, ainda que em prejuízo daquele ou do adequado desenvolvimento dos trabalhos. Essa situação padrão gera distorções – como o risco moral e a seleção adversa – e também o aumento dos custos de transação.

⁴⁹ Sobre a seleção adversa, Yazbek (2009, p. 41) menciona que “um outro tipo de problema que decorre da consideração das assimetrias informacionais é a chamada seleção adversa (*adverse selection*). Tipicamente, a seleção adversa é associada a casos de *hidden knowledge*, em que o principal não dispõe de toda a informação necessária acerca daquele com quem irá contratar. Nesses casos, o contratado tem um estímulo para beneficiar-se de tal situação, enquanto o contratante, sabendo daquele estímulo, procura salvaguardas, oferta preços mais baixos ou mesmo simplesmente, deixa de contratar. São evidentes as ineficiências decorrentes dessa combinação”.

⁵⁰ Para explicar o *moral hazard*, ou “risco moral”, Yazbek (2009, p. 40) cita o exemplo do contrato de seguro, em que os segurados, por estarem resguardados, tendem a reduzir seus cuidados normais em relação ao interesse

serviços prestados não sejam bem-sucedidos, o cliente não tem como julgar se foi por falta de esforço do profissional ou por questões externas.

Ainda sobre a regulação do mercado no caso de assimetria informacional, esclarecem Pinheiro e Saddi (2005, p. 261) que nas hipóteses mais sérias, a regulação proativa é a mais comum, e pode se realizar sob a modalidade impositiva ou informativa.

Em outras situações, porém o sistema regulatório pode simplesmente deixar à parte menos informada a opção de decidir o que fazer, o que se verifica, segundo os autores, no mercado financeiro, “no qual o regulador impõe regras mínimas de transparência, mas deixa que o investidor (e mesmo assim dentro de certos limites) decida o risco que quer correr”.

Sen (2000, p. 169 -171), partindo de um enfoque mais desenvolvimentista, ensina que os problemas que surgem no âmbito da economia não decorrem da existência dos mercados em si, mas incluem o despreparo para usar as transações de mercado, o ocultamento não coibido de informações ou o uso não regulamentado de atividades que permitem àqueles dotados de maior poder tirar proveito da assimetria, o que só pode ser resolvido a partir de disposições políticas e sociais efetivas.

No que tange à situação específica do mercado de capitais, a informação é um aspecto tão relevante que foi criado um tipo penal específico para punir o uso indevido de informação privilegiada, o que visa, seguramente, a amenizar tais distorções no mercado. Trata-se do artigo 27-D,⁵¹ introduzido pela Lei 10.303/2001, que será analisado de forma breve na sequência. Observe-se que o estudo da assimetria de informações é de extrema relevância para este trabalho, pelo fato de ser uma das principais justificativas da necessidade de regulação do mercado de capitais. Por isso a questão será aprofundada no último capítulo.

2.4.3.2 Poder dispar entre os agentes

Segundo Pinheiro e Saddi (2005, p. 262), também se verifica falha de mercado quando este não é competitivo, e uma ou mais empresas gozam de poder de mercado, ou seja,

protegido e, após a contratação, o segurador tem menos ingerência sobre os atos do segurado, sendo limitada sua capacidade de monitorá-lo. O segurado pode, em seu benefício, esconder informações que poderiam tornar o produto mais caro.

⁵¹ Art. 27-D. Utilizar informação relevante, ainda não divulgada no mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena: reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem obtida em decorrência do crime.

da habilidade de fixar seu preço acima do custo marginal. Nessas hipóteses, configura-se uma ineficiência alocativa e entende-se que o consumo dos bens e serviços produzidos ficará abaixo do nível que maximiza o bem-estar social, o que atrai a necessidade de intervenção do Estado. Em regra, essa atuação do setor público se dá por meio das agências reguladoras de defesa da concorrência, que visam a coibir as práticas anticompetitivas.⁵²

Nesse contexto, explica Guestrin (2004, p. 332-333) que os fenômenos de monopólios, duopólios, oligopólios, diferenciação de produtos também impedem que o comportamento dos agentes econômicos se ajuste à regra da igualdade entre os preços e os custos marginais. Ensina que o poder de influir sobre o mercado, que detenham os agentes que atuam em mercados imperfeitamente competitivos, afeta não apenas a alocação eficiente de recursos, mas também a distribuição de renda. A título de exemplo, menciona-se que os produtos encarecidos em decorrência das práticas monopolísticas⁵³ implicam preços afastados do equilíbrio da oferta e da demanda e, por conseguinte, interferem na eficiência da estrutura produtiva.

Essa falha de mercado também interfere na distribuição de renda, tendo em vista que o competidor imperfeito, que detém poder para interferir no mercado, consegue aumentar seus preços e, com isso, incrementar seus lucros, mas, por outro lado, produz uma diminuição dos ganhos reais dos consumidores, de modo que a soma das rendas de todos os agentes econômicos – que define o bem-estar geral da sociedade – situa-se em um nível inferior ao melhor nível possível (GUESTRIN, 2004, p. 332-333).

2.4.3.3 Externalidades

Segundo Guestrin (2004, p. 337), as partes que realizam trocas voluntárias

⁵²“Nesse caso, é papel do setor público impedir que a empresa exerça seu poder de mercado. Usualmente, essa é a função das agências de defesa da concorrência, que têm como missão limitar o grau de concentração industrial e coibir práticas anticompetitivas, como a formação de cartéis, vendas casadas e outras condutas semelhantes, como discutido no Capítulo 8. Em certas situações, porém, a tecnologia de produção é tal que é eficiente ter uma única empresa atendendo a todo o mercado relevante, caso em que se diz que o mercado é caracterizado pela existência de um *monopólio natural*. Isso ocorre quando a tecnologia de produção é caracterizada por *economias de escala e escopo*, fazendo com que a curva de custo seja subaditiva, ou exiba *subaditividade*” (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 262).

⁵³ “Por exemplo, uma empresa que atua como monopolista pode aumentar o preço de venda de seu produto, e levá-lo a uma quantidade muito afastada de seu custo marginal, motivo pelo qual os consumidores reduzirão sua demanda, adquirindo uma quantidade menor em concorrência perfeita, diminuindo sua satisfação e gerando uma satisfação de ineficiência” (GUESTRIN, 2004, p. 332-333).

comumente assumem todos os custos e aproveitam todos os benefícios dela decorrentes, mas, não obstante, existem certos comportamentos que afetam determinados sujeitos, piorando sua situação sem que sejam compensados, ou melhorando-a sem que se indenizem os prejudicados. A partir dessas noções, define as externalidades como “aquelas situações em que as atividades econômicas desenvolvidas por um ou mais indivíduos produzem efeitos sobre outro ou outros (...)” (tradução livre).⁵⁴ Em outras palavras, a atividade que produz efeitos sobre o aproveitamento de um recurso escasso, sem a respectiva compensação, é considerada uma externalidade, pois não reflete em seus custos relativos. Cita-se, como exemplo, uma fábrica que polui um rio: a empresa assume seus custos de produção internos, mas não os custos pela contaminação do fluxo de água, que é externo a ela, mas suportado por toda a sociedade.

Cabanellas (2006, p. 36) define as externalidades, em sentido amplo, como os efeitos de certa atividade ou relação econômica sobre aqueles que não fazem parte dessa atividade ou relação. Explica, ainda, que algumas externalidades se manifestam por meio do sistema de preços, e tendem a não alterar o funcionamento correto de uma economia de mercado – quando, por exemplo, duas empresas concorrentes desenvolvem novas tecnologias, beneficiando vários agentes econômicos, interferindo no sistema de preços, mas permitindo que os agentes se amoldem aos respectivos efeitos da mudança; outras escapam ao sistema de preços e seus efeitos não podem, desse modo, ser experimentados pela pessoa que os causa – quando, por exemplo, alguém contamina a atmosfera, prejudicando terceiros, mas sem experimentar nenhum custo em consequência.

Guestrin (2004, p. 337) ensina que as externalidades geram diferenças entre o custo privado e o custo social. O custo privado mede o melhor uso alternativo dos recursos pelo agente interessado. A título de exemplo, cita-se o custo que uma fábrica tem para produzir um produto. O custo social, por outro lado, compreende o primeiro e também o melhor uso de todos os recursos disponíveis pela sociedade em seu conjunto, ou seja, agregam-se ao custo privado os custos adicionais suportados involuntariamente por terceiros.

As externalidades são classificadas em positivas e negativas: se o efeito causado sobre terceiros aumenta seu bem-estar, trata-se de externalidade positiva; se diminui, trata-se de externalidade negativa (CABANELLAS, 2006, p. 36).

Segundo Guestrin (2004, p. 338), as externalidades negativas verificam-se quando um agente econômico causa prejuízos a terceiros sem suportar o custo de produzi-los, como por

⁵⁴ “Aquellas situaciones en que las actividades económicas desarrolladas por uno o más individuos producen efectos sobre outro u otros, se conocen como ‘externalidades’” (GUESTRIN, 2004, p. 337).

exemplo, nos casos de contaminação ambiental. É que como a empresa que os produz não os computa nos cálculos de seus custos, ao maximizar seus benefícios, pela igualação do custo marginal ao preço, determina uma ineficiente alocação de recursos, trasladando os custos não computados a terceiros. As positivas, por outro lado, verificam-se quando um agente econômico produz bem-estar a outros, além dos que gera para si mesmo, mas como são externas não se computam e, do mesmo modo, implicam uma ineficiente alocação de recursos pelo fato de que as empresas que o originam produzem quantidade menor do bem ao não incluir em seu preço o benefício não compensado.

Em suma, entende-se que as externalidades, tanto as positivas, quanto as negativas, produzem falhas de mercado, pois o custo marginal social difere do custo marginal privado, os preços não refletem os custos, com o que a produção fica em um nível que não é socialmente ótimo. Em outras palavras, “consomem-se bens e serviços que não correspondem à sua real escassez ou abundância e não se concretiza a combinação ótima nem um adequado equilíbrio entre sua oferta e sua demanda”,⁵⁵ pelo que não se materializam transações eficientes, acarretando perda de bem-estar (GUESTRIN, 2004, p. 337-338).

É possível falar em intervenção do Estado na correção dessa falha de mercado – que causa ineficiências –, por meio da “internalização das externalidades”, ou seja, pela imposição, por meio das regras jurídicas, no sentido de que as externalidades componham o sistema de preços, desestimulando-se, assim, certas condutas prejudiciais, como por exemplo a poluição pelas indústrias (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 102-104).

Incumbe fazer referência, nesta oportunidade, à obra de Coase intitulada “O Problema do Custo Social” (“The Problem of Social Cost”), publicada no “The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies”. Para elaborar o referido trabalho, Coase inspirou-se nos ensinamentos de Arthur Cecil Pigou, que utiliza exemplos concretos para justificar a intervenção estatal destinada a promover a internalização das externalidades (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 102).

Coase (2008, p. 24) afirma, na obra, que a inadequação das afirmações de Pigou podem ser demonstradas por meio do exame do primeiro exemplo dado por ele acerca da divergência entre os ganhos privado e social. Segundo Coase, Pigou explica que na Grã-Bretanha, a companhia ferroviária não tem a obrigação de indenizar aqueles que sofrem

⁵⁵ “Si los precios no cubren los costos de todos los recursos escasos utilizados o – al igual que un monopolio y en otras figuras imperfectamente competitivas – los precios no se ajustan estrictamente a los costos marginales de producción, se consumen bienes o servicios que no se corresponden con su real escasez o abundancia y no se concreta una óptima combinación ni un adecuado equilibrio entre su oferta y su demanda. En definitiva, no se materializan transacciones eficientes, con la consecuente pérdida de bienestar” (GUESTRIN, 2004, p. 338).

prejuízos provocados pelo fogo decorrente das faíscas dos motores dos trens. No entanto, para Pigou, deveria haver ação estatal para corrigir essa situação, e as companhias ferroviárias deveriam ser obrigadas a compensar aqueles que têm suas matas e plantações queimadas, pois os efeitos das condutas deveriam ser incluídos no cálculo do produto social líquido do aumento marginal de recursos.

Coase (2008, p. 25-26) manifesta expressamente sua discordância quanto aos posicionamentos de Pigou. Argumenta que não é necessariamente desejável que a empresa devesse ser obrigada a pagar a indenização e que se a companhia pudesse barganhar com cada proprietário de terreno e não houvesse custos em tal procedimento, não importaria se a companhia era ou não responsabilizável. Para ele, a questão é se seria desejável que a companhia fosse responsabilizável naquelas situações em que o custo para negociar é muito alto. Coase demonstra, então, por meio de variáveis, que a internalização da externalidade nem sempre cria resultados eficientes, pois a mudança de comportamento da empresa destinada a evitar prejuízos aos proprietários das lavouras poderia causar outros tipos de prejuízos a um número ainda maior de pessoas. Conclui que “o problema é delinear arranjos práticos que corrijam defeitos em uma parte do sistema sem, contudo, causar prejuízos mais sérios em outras” (COASE, 2008, p. 28)

2.4.4 Teoria dos custos de transação

Além das falhas de mercado, os custos de transação também são considerados prejudiciais à maximização da eficiência na alocação de recursos. Explica Cabanellas (2006, p. 35) que as tendências atuais da Análise Econômica do Direito se baseiam em modelos econômicos que partem de um hipotético sistema sem custos de transação para então, introduzindo conceitualmente a possibilidade de existência de tais custos, determinar de que forma alteram as soluções jurídicas efetivas ou desejáveis.

Os custos de transação consistem em um conceito fundamental na Teoria Neo-Institucionalista e, no contexto da *Law and Economics*, no estudo das instituições (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 61-62). Essa teoria foi capitaneada por Oliver E. Williamson, que parte da crítica coasiana da “firma” como função de produção para elaborar a Teoria da Economia dos Custos de Transação, que se insere dentro da Nova Economia Institucional. Tal como os velhos institucionalistas, sustenta que as instituições importam, mas discorda deles

ao afirmar que estas são suscetíveis de análise. Além disso, tenta adicionar realismo à Economia Neoclássica (*apud* ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 8).

A Teoria da Economia dos Custos de Transação parte do pressuposto de que nos contratos existem problemas futuros potenciais que são antecipados pelos agentes que desenham os arranjos institucionais no presente. Na impossibilidade de desenhar contratos completos, as lacunas tornam-se inevitáveis. Assim, os agentes, que são potencialmente oportunistas, sentir-se-ão estimulados a romper ou adimplir os contratos, justificando-se, por isso, a existência de leis para disciplinar o preenchimento dessas lacunas. Entende-se que aqui existe uma primeira aproximação com a Análise Econômica do Direito, na medida em que os agentes abster-se-ão de quebrar os contratos se os custos do rompimento forem maiores do que os respectivos benefícios (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 8-9).

Não existe uma única definição⁵⁶ do que sejam custos de transação, mas sim variados sentidos do termo (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 61-62). Segundo Cooter e Ulen (1998, p. 120-124), os custos de transação são os custos do intercâmbio, o qual se divide em três passos: 1) localização de um sócio para o intercâmbio, o que implica encontrar alguém que deseje comprar o que se quer vender, ou vender o que se quer comprar; 2) deve-se chegar a um acordo entre as partes que intercambiam, mediante uma negociação exitosa, o que poderia incluir a redação de um convênio; 3) celebrado o acordo, deve-se executá-lo, o que implica monitorar o cumprimento das partes e punir as violações do acordo. Em correspondência a essas três formas de intercâmbio, obtém-se a denominação das três formas de custos de transação: 1) custos da busca; 2) custos do ajuste; 3) custos da execução.

Os custos da busca, conforme visto acima, relacionam-se com a localização de interessados na transação econômica. Tendem a ser elevados no caso dos bens ou serviços peculiares, e baixos no caso dos bens ou serviços padronizados. A título de exemplo, menciona-se que encontrar alguém que venda um Chevrolet modelo 1957 é mais difícil que encontrar alguém que venda um refresco engarrafado (COOTER; ULEN, 1998, p. 120-121).

Os custos do ajuste referem-se às negociações e à formalização dos instrumentos contratuais. Entende-se que quanto maior for o acesso à informação, menos onerosa será a elaboração dos ajustes. Parte-se do pressuposto de que se as partes conhecem os valores de ameaça e a solução cooperativa, poderão calcular condições razoáveis para a cooperação.

⁵⁶ Ensina Cabanellas que o conceito de custos de transação não é preciso. Em sentido restrito, abrange os custos necessários para compor e fazer efetivos os contratos. Dessa forma, inclui o custo de obtenção da informação necessária para contratar, o custo da negociação dos contratos, o custo de controlar o cumprimento efetivo do contrato, dentre outros. Em sentido amplo, incluem também os custos necessários para dar efetividade aos direitos que integram a ordem jurídica, incluindo também os direitos de índole extracontratual (CABANELLAS, 2006, p. 35).

Explica-se que, em regra, a informação pública – aquela em que ambas as partes conhecem os valores – facilita o acordo, torna as negociações mais simples e fáceis e permite que as partes calculem condições razoáveis para a cooperação. De outro lado, as negociações tendem a ser complicadas e difíceis quando a informação é privada – aquela em que apenas uma das partes conhece os valores – pois nesses casos, grande parte dos dados deve se converter em informação pública antes que se possa calcular condições razoáveis para a cooperação, o que implica custos (COOTER; ULEN, 1998, p. 121-122).

Segundo Cooter e Ulen (1998, p. 122), há muitos escritos acerca dos jogos de negociação, que incluem experimentos construídos para verificar o Teorema de Coase.⁵⁷ Uma das conclusões obtidas é a de que é maior a probabilidade de que os negociadores cooperem quando seus direitos estão claros e é menor quando são ambíguos. Em outras palavras, os jogos de negociação são resolvidos mais facilmente quando os valores de ameaça são de conhecimento público.

Ainda dentro dos custos da busca, inserem-se os custos da redação dos contratos, o que pode se tornar muito oneroso porque se deverão prever muitas contingências que podem surgir para alterar o valor da negociação. Outro obstáculo para a negociação é a dita “hostilidade”, pois é possível que as partes tenham preocupações emocionais que interfiram no acordo racional, o que se verifica facilmente nas negociações decorrentes de divórcios entre casais, hipótese em que é essencial a atuação do advogado para a intermediação (COOTER; ULEN, 1998, p. 123).

Por fim, os custos da execução surgem quando se requer tempo para o cumprimento de um acordo. Em outras palavras, um acordo que se pode cumprir de imediato não possui custos de execução. Em caso de transações complexas, monitorar o comportamento e punir as violações do acordo pode consistir em tarefa muito onerosa. Em regra, os custos da execução serão baixos quando as violações do acordo possam observar-se facilmente e a imposição da pena seja barata (COOTER; ULEN, 1998, p. 123).

Pinheiro e Saadi (2005, p. 61-62), de forma sintetizada, subdividem em cinco os

⁵⁷ Segundo Pinheiro e Saddi (2005, p. 62): “Foi Ronald Coase quem primeiro chamou a atenção para a importância dos custos envolvidos na interação humana. Em especial, em artigo publicado em 1937, ele analisou como tais custos influíam na divisão entre as transações que eram realizadas dentro da empresa (e das organizações em geral) e aquelas que ocorriam no mercado entre empresas (ou organizações) distintas. O pioneiro na análise mais geral desse conceito foi Kenneth Arrow, que definiu custos de transação como “os custos de fazer o sistema econômico funcionar”. Já Yoram Barzel os definiu como “os custos associados à transferência, captura e proteção de direitos”. Para o economista Thrainn Eggertsson, “(...) Em termos gerais, custos de transação são os custos que surgem quando os indivíduos comercializam direitos de propriedade sobre ativos econômicos e impõem (enforce) seus direitos exclusivos”, não sem antes advertir que “não há uma definição precisa de custos de transação, mas os custos de produção também não são bem definidos no modelo neoclássico”.

custos de transação decorrentes das atividades necessárias para viabilizar uma transação: a) busca pela informação sobre as regras de distribuição de preço e qualidade das mercadorias; sobre insumos de trabalho e a busca por potenciais compradores e vendedores e de informação relevante sobre o comportamento desses agentes e a circunstância em que operam; b) negociação; c) realização e formalização dos contratos; c) monitoramento dos parceiros contratuais; d) correta aplicação do contrato e cobrança de indenização por eventuais prejuízos.

Guestrin (2004, p. 338-339) explica que os custos de transação relevantes impedem ou dificultam a formação de preços em condições de eficiência, o que requer a utilização de elementos de correção, os quais também podem acarretar consequências, tanto sobre a eficiência quanto sobre a equidade.

2.4.5 Teoria dos jogos

A Teoria dos Jogos não é considerada, em sua essência, uma das premissas da Análise Econômica do Direito – como a escolha racional, a eficiência, as falhas de mercado – mas sim um instrumento utilizado para auxiliar na compreensão ou na previsão dos comportamentos das pessoas quando há interesses em conflito. No entanto, na medida em que também pode ser considerada como um instrumento para a elaboração do sistema jurídico ou para a explicação sobre sua eficiência, é pertinente que referida teoria seja estudada dentro deste tópico (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 109).

A Teoria dos Jogos foi desenvolvida pelo matemático John Von Neumann, no início do Século XX.⁵⁸ Sua preocupação central está em verificar a forma como os agentes econômicos ou sociais tomam suas decisões, tendo em vista as possíveis ações e estratégias dos demais agentes⁵⁹ (FIGUEIREDO, 2010, p. 17).

⁵⁸ “Em meio a esses três marcos teóricos, que serão abordados a seguir, são vários os autores que contribuíram para o desenvolvimento da Teoria dos Jogos. Patrício afirma que os primeiros esboços da teoria se devem a James Waldegrave, Augustin Cournot, Francis Ysidro Edgeworth, E. Zermelo e Émile Borel. Não obstante, segundo o autor, foi o trabalho de John Von Neumann, em 1928, que inaugurou a moderna Teoria dos Jogos. Outras contribuições de relevo foram as seguintes: o livro *Problems of Monopoly and Economic Warfare*, de 1930, escrito por Frederik Zeuthen; o artigo *Randomisation and an old enigma of card play*, de 1934, escrito por R. A. Fisher; a obra *Theory of Games and Economic Behavior*, de 1944, escrita por John Von Neumann e Oskar Morgenstern; ainda apresentaram suas contribuições Lynn Loomis, H. Kuhn, Howard Raiffa, L. S. Shapley, Martin Shubik, Robert Aumann, entre outros autores” (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 110).

⁵⁹ “A teoria dos jogos analisa as características dos agentes da economia, as estratégias de cada um deles e os possíveis resultados, diante de cada estratégia, para avaliar as prováveis decisões que esses agentes tomarão.

Sobre os objetivos da Teoria dos Jogos, Cooter e Ulen (1998, p. 54) tecem as seguintes considerações:

Com frequência, o Direito enfrenta situações em que há poucos tomadores de decisões e em que a ação ótima de uma pessoa depende do que escolha outro agente. Essas situações se parecem à dos jogos em que os indivíduos devem decidir acerca de uma estratégia. Uma estratégia é um plano de ação que responde às reações de outros. A teoria dos jogos ocupa-se de qualquer situação na qual a estratégia seja importante. Por conseguinte, a teoria dos jogos incrementará nosso entendimento sobre algumas regras e instituições legais (tradução livre)⁶⁰.

Pinheiro e Saddi (2005, p. 157) explicam que se configura um “comportamento estratégico” quando dois ou mais sujeitos interagem e suas ações são praticadas conforme aquilo que esperam ou desejam que os outros façam, e que quando isso ocorre, a interação existente entre eles pode ser tratada como um jogo. Nesse contexto, “a Teoria dos Jogos analisa e ajuda a prever as *estratégias* racionais desses indivíduos a partir da definição de quais são as regras do jogo”. A Teoria dos Jogos é utilizada pelos estudiosos da *Law and Economics* para verificar a forma como as empresas interagem, diante das normas legais, e para compreender como elas influenciam seu comportamento econômico. Por conseguinte, a Teoria dos Jogos auxilia o Direito, especialmente em seu papel de induzir comportamentos, de auto-avaliar-se e de identificar formas de melhorar a sua eficácia e sua eficiência.

Acrescentam os autores que a aplicação da Teoria dos Jogos ao Direito baseia-se em abordagem distinta da comumente utilizada na formação clássica do Direito Romano. Explicam essa assertiva utilizando como exemplo o princípio da legalidade, que, para o jurista, estabelece o alcance conferido pela lei, que deve ser respeitada por todos, somente interessando ao Direito aquilo que é definido pela lei. Por outro lado, segundo a Teoria dos Jogos, os comportamentos não são impostos, mas sim influenciados pela lei, de modo que, em algumas situações, pode ser mais racional agir contra a lei. Sob outro ponto de vista, a lei pode permitir mais de um tipo de comportamento, cabendo a escolha aos indivíduos, de acordo com as interações que realizem entre si, funcionando a lei, nessa circunstância, mais como condição necessária do que como condição suficiente para definir o comportamento

Ressalte-se que essa teoria constitui significativo avanço nas ciências econômicas e sociais, pois permite se examinar a conduta do jogador em interação com os demais agentes, não só de forma isolada” (FIGUEIREDO, 2010, p. 17).

⁶⁰ “Con frecuencia, el derecho enfrenta situaciones donde hay pocos tomadores de decisiones y donde la acción óptima de una persona depende de lo que escoja otro actor. Estas situaciones se parecen a los juegos en que los individuos deben decidir acerca de una estrategia. Una estrategia es un plan de acción que responde a las reacciones de otros. La teoría de juegos se ocupa de cualquier situación donde la estrategia sea importante. En consecuencia, la teoría de juegos incrementará nuestro entendimiento de algunas reglas e instituciones legales” (COOTER; ULEN, 1998, p. 54).

humano (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 157).

Os autores trazem, ainda, exemplo interessante da aplicação da Teoria dos Jogos no âmbito da regulação do mercado, por meio da atuação das agências reguladoras, o que tem grande relevância para o estudo que se desenvolve neste trabalho. Explicam que, nesse caso, há dois ‘jogadores’: o regulador e a empresa regulada. As normas regulatórias, gerais e específicas, definem as regras do jogo. De um lado, a empresa regulada visa a maximizar o lucro, dentro das regras do jogo; de outro, o regulador tem por meta alcançar o interesse público. Como o regulador não tem como controlar as decisões da empresa, nem possui informações suficientes para determinar o que é melhor ela fazer para alcançar o interesse público, pode utilizar a Teoria dos Jogos para estudar quais são as melhores estratégias para a empresa, dentre aquelas que estão ao seu alcance. Em suma, a Teoria dos Jogos pode ser utilizada pelas agências reguladoras para impor um sistema regulatório que induza a empresa, ao buscar a maximização dos lucros, agir da melhor forma do ponto de vista do interesse público (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 158).

A Teoria dos Jogos, ao buscar prever as condutas e comportamentos dos sujeitos racionais, traz elementos ao Direito para que possa elaborar as “regras do jogo” da forma mais eficiente possível, induzindo os agentes econômicos a levar em consideração as ações desejadas pela lei e as conseqüências decorrentes do descumprimento (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 109).

Explica-se, ainda, que a Teoria dos Jogos apresenta três pilares: o jogo de soma zero, de John Von Neumann; o dilema dos prisioneiros, de Albert W. Tucker; e o equilíbrio de Nash, de John Nash.

A teoria do jogo de soma zero, de John Von Neumann, é ilustrada por meio do exemplo do corte do bolo. Quando uma mãe resolve repartir um bolo de chocolate entre seus dois filhos, um sempre acredita que foi prejudicado em detrimento do outro, mesmo que ela tenha sido imparcial: o menor acredita que foi prejudicado porque o outro é maior e o mais velho acha que recebeu um pedaço menor porque a mãe sempre protege o caçula. Desse modo, a melhor estratégia é fazer com que um parta o bolo e o outro faça a escolha do pedaço, pois assim não poderá haver reclamação posterior de nenhum deles. Trata-se de exemplo da estratégia denominada *maxmin* (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 169-170).

Referido exemplo é considerado um *jogo de soma zero*, tendo em vista que o que uma das partes ganha é equivalente ao que a outra perde. Para que um ganhe, o outro tem que perder, ou então ambos perdem. O nome da teoria – *jogo de soma zero* – justifica-se pelo fato de que não há possibilidade de cooperação entre os dois jogadores, seus interesses são

totalmente opostos e a divisão ideal não existe⁶¹ (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 170).

O segundo pilar da Teoria dos Jogos surgiu em 1950, com a obra *A two-person dilemma*, mais conhecida como “O Dilema dos Prisioneiros”, de Albert W. Tucker (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 111).

A obra retrata a situação em que duas pessoas são presas e enviadas ao distrito policial, em que cada uma fica numa solitária e não pode se comunicar com a outra. O delegado admite que não há provas para indiciá-los por latrocínio, mas apenas por roubo, pelo que propõe um pacto faustiano, com a seguinte regra: se A acusar B, mas B não acusar A, o que acusou será solto, enquanto o outro será indiciado a três anos de reclusão; se cada um recusar-se a acusar o outro, ambos serão indiciados a um ano de reclusão; se ambos se acusarem mutuamente, os dois serão indiciados a dois anos de reclusão. Se o comportamento fosse estritamente racional, um acusaria o outro e confessaria o crime, esperando que o outro fizesse a mesma coisa, pois isso seria o mais ‘seguro’. A melhor estratégia seria ninguém acusar ninguém, e ambos serem presos por apenas 1 ano (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 172-174).

Segundo Pinheiro e Saddi (2005, p. 176), os exemplos apontados demonstram a aplicação da Teoria dos Jogos ao Direito, na medida em que este é considerado um conjunto de regras que estimula o comportamento cooperativo.

Por derradeiro, o terceiro pilar da Teoria dos Jogos deve-se a John Nash, segundo o qual, quanto mais informação houver sobre o comportamento dos demais agentes, maior será a probabilidade de equilíbrio na relação estabelecida e maior a equidade na distribuição dos resultados (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 112).

Pinheiro e Saddi (2005, p. 177-178), ao interpretar os ensinamentos de Nash, explicam que o autor parte de um paradigma totalmente diferente do adotado pelos economistas clássicos. Nash admite que para a solução de um negócio os jogadores precisam perseguir suas estratégias e seus interesses, mas entende que para que a transação se realize, não basta que gere um excedente, sendo necessário, além disso, que haja uma divisão adequada desse

⁶¹ John Von Neumann, a partir de 1928, elaborou seus primeiros trabalhos, nos quais inaugurou a moderna Teoria dos Jogos. Sua maior contribuição foi a elaboração do jogo de soma zero: o que um dos agentes ganha o outro perde, ou então ambos jogadores nada ganham. Uma interessante exemplificação desse modelo de jogo seria a divisão de um bolo entre duas pessoas. O melhor método para que os jogadores agissem de modo cooperativo seria determinar que uma parte cortasse e a outra escolhesse por primeiro. Assim, o cortador adotaria a estratégia de ser o mais imparcial possível, pois sabia que a próxima jogada seria de ser adversário que, por sua vez, buscaria escolher o maior pedaço. Assim, transpondo para a análise do Direito, quando as partes têm total informação, o papel da lei é determinar condutas que forcem a cooperação dos jogadores. Ao contrário desse modelo, o chamado jogo de barganha é aquele em que os jogadores que agem cooperativamente ganham mais do que se estivessem agindo de forma isolada, cuja aplicação se verifica em questões de pedido de falência, por exemplo (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 110).

excedente. Explicam que “no equilíbrio de Nash, a solução é tal que nenhum jogador deseja mudar a sua estratégia, desde que os demais jogadores tampouco mudem as suas. É neste sentido que as estratégias individuais e a solução são ótimas, e que há um equilíbrio”.

É inquestionável a importância da Teoria dos Jogos para o Direito. Segundo Pinheiro e Saddi (2005, p. 164-167), como o Direito é condição necessária para que o jogo normativo se opere com regras claras, a Teoria dos Jogos o trata como um sistema integrado – mais que um conjunto isolado de normas – que define não apenas as regras, como também as recompensas a serem colhidas por jogador em cada combinação de estratégias.

Supõe-se que os jogadores utilizem as informações racionalmente para decidir seu comportamento, mas não se pode desconsiderar, porém, que inexiste a racionalidade absoluta no processo de decisão, pois os comportamentos humanos são guiados tanto pela razão quando pela emoção e pela percepção (irracionalidade imperfeita).⁶²

A expressão ‘jogo bayesiano’, que também será tratada adiante, é utilizada para ilustrar tais expectativas na Teoria dos Jogos. Cada agente econômico *atualiza* suas expectativas tendo em vista uma nova informação – por exemplo, o comportamento a ser induzido após a ação de outrem. O legislador pode agir *por delegação*, na decisão de determinar nova lei, ou *por revelação*, quando é o cidadão quem reporta ao seu representante na Câmara informações sobre uma situação. Somente após a coleta e análise dessas informações é que o legislador definirá o tipo de alteração regulamentar a ser realizada (Pinheiro; Saddi, 2005, p. 166-167).

Segundo Pinheiro e Saddi (2005, p. 167), as técnicas apresentadas pela Teoria dos Jogos permitem analisar as interações entre indivíduos que ajam estrategicamente e, desse modo, tentar prever suas decisões, partindo do pressuposto de que seu comportamento é racional. Assim, referida teoria “pretende discernir o papel que desempenham as normas jurídicas vigentes e os resultados sobre o comportamento dos agentes de uma alteração do quadro jurídico em que operam”.

2.5 CRÍTICAS AO MOVIMENTO

Existem inúmeras críticas dirigidas à Análise Econômica do Direito, formuladas

⁶²“(…) Daí a expressão *irracionalidade imperfeita* para indicar o resultado da ausência de informações num ambiente não de todo racional, exemplificado pelo comportamento de investidores em pânico, ou o de hordas (herd behaviour), quando os investidores, seguindo o exemplo de algum formador de mercado, se retiram do mercado de modo abrupto e insensato, vendendo suas posições (ou sacando seus recursos) a qualquer custo ou amargando qualquer prejuízo” (Pinheiro; Saddi, 2005, p. 166).

principalmente pelos juristas. Dentre outros argumentos, os críticos ao movimento sustentam que a economia é uma ciência reducionista, sem qualquer valor prático; que os fundamentos normativos do enfoque econômico são repulsivos; que o enfoque econômico não é capaz de explicar todas as regras, doutrinas, instituições e resultados do sistema legal; que a Análise Econômica do Direito é uma teoria conservadora (RIBEIRO; GALESKI JR, 2009, p. 115).

Pinheiro e Saddi (2005, p. 91) ressaltam que os argumentos contrários à teoria referem-se às suas conclusões, e não ao método, mas não negam as influências da economia ou de seus princípios básicos. Entendem os autores que essas críticas podem ser divididas em três grandes grupos: metodologia, conceituação e abrangência.

No que tange à *metodologia*, argüem os críticos que muitos dos resultados obtidos por meio do estudo de Direito & Economia não são científicos, já que o método adotado consiste em extrair conclusões a partir de premissas irrefutáveis. Assim, a Análise Econômica seria apenas uma forma de observar o funcionamento do mundo com base em tais premissas (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 92).

Nesse contexto, explica Sztajn que há uma grande resistência dos operadores do Direito em associar o raciocínio econômico aos esquemas abstratos existentes na elaboração e aplicação de normas jurídicas, em razão das diferenças metodológicas existentes entre as disciplinas de Direito e Economia. É que, enquanto no mundo jurídico predominam modelos abstratos e dogmáticos, no econômico elaboram-se modelos a partir de dados empíricos obtidos por meio da análise dos fenômenos da sociedade⁶³ (2005a, p. 75).

O segundo grupo entende que existem graves problemas de *conceituação* quanto ao uso da expressão “eficiência” como critério de aferição. É que esse critério não é absoluto, mas sim dependente da forma como as pessoas avaliam os benefícios e custos de diferentes alternativas, o que varia de acordo com o contexto social, histórico, ideológico e também de distribuição de renda. Esses argumentos se completam com o que se convencionou chamar de *historicidade* - que significa que conceitos como eficiência, racionalidade etc., formulados no período liberal, não se aplicam mais da mesma forma nos dias de hoje. Assim, para alguns, o movimento Direito & Economia despreza critérios de natureza mais ética e social,

⁶³ Ao prefaciar a obra “Direito & Economia”, organizada por Luciano Benetti Timm (2008), Fátima Nancy Andrich observou: “O Direito e a Economia são ciências formuladas em épocas diversas e sob pressupostos díspares, mas, assim como outros campos do conhecimento, centram-se sobre um único objeto que, em essência, pode ser descrito como o comportamento humano. O Direito é prescritivo, buscando regular nosso comportamento em sociedade. A Economia, no entanto, procura descrever logicamente nossas escolhas diante da escassez de bens aptos a satisfazer nossas necessidades. Talvez por isso o diálogo entre economistas e juristas tenha sido pontuado, ao longo da história, por embates apaixonados e conflitos inconciliáveis. A diversidade de métodos empregada por estas ciências foi, durante longo tempo, o motivo para que muitos céticos insistissem na impossibilidade de que houvesse uma conjugação de esforços entre ambas (...)”.

esquecendo-se também dos direitos humanos e da justiça distributiva (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 92).

Por fim, a terceira crítica refere-se à *abrangência*. Defende-se, aqui, que “a análise do Direito & Economia pode tornar o direito eficiente no sentido *ex ante* e em termos de grandes números, todavia trata-se de uma eficiência que pode não ser observada *ex post* e em casos individuais”, o que significa que não basta a mudança da legislação para que os objetivos pretendidos sejam alcançados. Assim, devem-se impor limites à aplicabilidade da teoria (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 92).

Andrew Guzman, na apresentação à segunda edição da obra de Timm (2008, p. 11), ressalta que na medida em que o movimento de Direito e Economia foi se tornando popular nos Estados Unidos, deparou-se com a resistência de diversos setores, geralmente preocupados com a suspeita de que apresentava forte inclinação pelo livre-mercado, em razão das tendências conservadoras dos proponentes da teoria.

Forgioni (2006, p. 47-50) cita algumas circunstâncias em que a aplicação de critérios econômicos para solucionar questões jurídicas poderia repugnar os estudiosos do Direito, como por exemplo, a criação de um “mercado de adoção”, ou de um já citado “mercado de órgãos”, em que supostamente haveria uma melhora para todos, ou seja, uma maximização de utilidade para todas as partes envolvidas. Afirmo a autora, com razão, que a razoabilidade da aplicação da Análise Econômica do Direito dependerá dos valores subjacentes à sociedade, o que significa que algumas situações podem exigir um tratamento jurídico baseado na eficiência e outras não, tendo em vista a existência de valores maiores que devem ser respeitados – como a vida, a dignidade da pessoa humana, dentre outros.

Em síntese, verifica-se que alguns dos contra-argumentos elaborados em face da Análise Econômica do Direito são efetivamente razoáveis, enquanto outros se apresentam um tanto exagerados. O que se quer deixar registrado é que, apesar das críticas existentes, a Análise Econômica é somente uma das possíveis abordagens das questões jurídicas e sua aplicação é extremamente válida para o aprimoramento das relações econômicas, sociais e jurídicas, tendo em vista que é instrumento hábil a complementar e enriquecer a interpretação e aplicação das regras jurídicas e a elaboração de normas mais condizentes com o contexto em que estão inseridas, contribuindo para o desenvolvimento econômico, o que repercute em toda a sociedade. Por conseguinte, deve ser rechaçada apenas quando afrontar os parâmetros de razoabilidade e os valores sociais considerados mais relevantes, a partir da realização de juízos de ponderação (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 92-93).

O estudo que se desenvolveu acerca da Análise Econômica do Direito teve, como

escopo principal, formar a “teoria base” deste trabalho, que será delimitado, no próximo capítulo, na questão da intervenção do Estado no domínio econômico e da regulação da economia. A partir do estudo dos conceitos, dos objetivos e das premissas da Análise Econômica do Direito, torna-se muito mais lógica e interessante a compreensão acerca da necessidade de intervenção do Estado no domínio econômico, por meio da regulação do mercado, na existência de falhas nele constatadas.

3 INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO: A REGULAÇÃO DA ECONOMIA

3.1 O ESTADO E SEU POSICIONAMENTO ECONÔMICO

Ao longo da história, o Estado apresentou comportamentos diferentes perante a Economia, de modo que é possível vislumbrar diversos níveis e formas de interferência do Estado no domínio econômico, a depender do posicionamento político adotado. Nas palavras de Carvalho Filho (2007, p. 797), “quando alguma construção doutrinária é alterada quanto aos fatores políticos, são irremediáveis os reflexos que provocam na ordem econômica. E a recíproca é verdadeira”.

No início, o Estado Liberal, caracterizado, em sua forma pura, pelo não-intervencionismo, deixava que o próprio mercado resolvesse os problemas econômicos fundamentais. O Estado Social, por outro lado, foi marcado pela forte intervenção na economia. Por fim, como tentativa de conciliar os dois extremos, surgiram os sistemas econômicos mistos, que combinam as características dos mercados privados com as daqueles em que prepondera a intervenção do Estado (GUESTRIN, 2004, p. 323).

É interessante analisar, ainda que de forma breve, como se deu essa evolução histórica, para que se compreenda a importância do modelo interventivo atual e também em que contexto este se consolidou. É o que se realizará na sequência.

3.1.1 Estado liberal

O Estado Liberal tem como alicerce o liberalismo econômico.⁶⁴ Segundo Carvalho Filho (2007, p. 797), a teoria do liberalismo econômico, criada no final do século XVIII,

⁶⁴ Soares (2008, p. 84) ensina que “constitucionalistas respeitáveis demonstram que deve ser feita distinção entre Estado Liberal, enquanto acontecimento histórico, e o liberalismo, como filosofia política. O liberalismo não está subordinado apenas à existência de um tipo de regime político, ou seja, o Estado liberal, que não é sua única realização concreta. Dentre estes constitucionalistas, demonstra Burdeau que o liberalismo contemporâneo questiona vários aspectos do Estado liberal, conspurcados pelo liberalismo clássico: o individualismo, a indiferença e o abstencionismo do Estado; a hegemonia que concedeu à burguesia; a onipotência da soberania parlamentar como referência. Entrementes, constituem trunfos do liberalismo as liberdades fundamentais, a submissão do poder aos desejos dos governados e o pluralismo ideológico”.

inspirada na doutrina de Adam Smith (“A Riqueza das Nações”, 1776), e direcionada a atender os interesses da burguesia,⁶⁵ nova classe dominante da época na Europa, preconizava que ao Estado não incumbia a interferência na economia ou sua regulação (“laissez faire, laissez passer”), limitando-se a atuar como mero observador da organização estabelecida pelos indivíduos.⁶⁶ Smith, que criou a conhecida Teoria da “Mão Invisível”, defendia que a busca da realização dos objetivos individuais, em ambientes propícios ao desenvolvimento do processo competitivo, levaria à realização do bem-estar econômico e, como consequência, do bem-estar social, já que todos teriam acesso aos bens essenciais ao sustento digno da vida em sociedade⁶⁷ (FIGUEIREDO, 2010, p. 44).

Bonavides (2007, p. 40-43) explica que, “na doutrina do liberalismo, o Estado foi sempre o fantasma que atemorizou o indivíduo”, o que significa que o poder, inerente ao ordenamento estatal, apareceu, na moderna teoria constitucional, como o inimigo da liberdade. Isso porque o liberalismo surgiu como resistência ao absolutismo da monarquia, que representava a restrição à liberdade dos indivíduos. Com a Revolução Francesa, a burguesia levou à consumação uma ordem social que pontificava, nas constituições, o triunfo total do liberalismo.

O liberalismo foi, então, o movimento econômico-político realizado pela burguesia, que propugnava o abstencionismo estatal no domínio econômico, e, no âmbito político, sufrágio, câmaras representativas, respeito à oposição e separação de poderes. Historicamente, a idéia de liberalismo relaciona-se com o direito à propriedade e o afã de lucro (SOARES,

⁶⁵ Bonavides (2007) explica que “O Estado burguês de Direito da primeira fase estava, por conseguinte, plenamente vitorioso. E os resultados de seu formalismo e de seu êxito se traduzem numa técnica fundamental, que resguarda os direitos da liberdade, compreendida esta, consoante já dissemos, como liberdade da burguesia. Essa liberdade lhe era indispensável para manter o domínio do poder político, e só por generalização nominal, conforme já vimos, se estendia às demais classes. Disso não advinha para a burguesia dano algum, senão muita vantagem demagógica, dada a completa ausência de condições materiais que permitissem às massas transpor as restrições do sufrágio e, assim, concorrer ostensivamente por via democrática, à formação da vontade estatal. Permitia, ademais, à burguesia, falar ilusoriamente em nome de toda a Sociedade, com os direitos que ela proclamava, os quais, em seu conjunto, como já assinalamos, se apresentavam, do ponto de vista teórico, válidos para toda a comunidade humana, embora, na realidade, tivesse bom número deles vigência tão-somente parcial, e em proveito da classe que efetivamente os podia fruir”.

⁶⁶ Segundo Grau (2010, p. 16): “Para referir, em largos traços, o regime anterior, poderíamos afirmar, singelamente, que não se admitia interferisse o Estado na ‘ordem natural’ da economia, ainda que lhe incumbisse a defesa da propriedade”.

⁶⁷ Bester (2005, p. 21) explica de forma clara as características desse Estado: “É este o *Estado Liberal Clássico*: aquele que governa e administra, porém não interfere nas atividades econômicas privadas, nas relações contratuais dos indivíduos, deixando isso para a *mão invisível do mercado*. Diz-se liberal porque foi centrado no valor ‘liberdade’, isto é, garantia a ampla liberdade dos cidadãos perante seu poder, especialmente em relação à propriedade privada. Naquele contexto, o aforismo econômico dos fisiocratas do século XVIII *laissez-faire, laissez-passer, le monde va de lui-même* (‘deixai fazer, deixai passar, que o mundo anda por si mesmo’) traduziu os ditames da escola liberal: liberdade de produção e liberdade de circulação, sendo defeso ao Estado intervir na ordem econômica, bem como proibido limitar o direito de propriedade. Diz-se clássico porque foi este o primeiro modelo de Estado de tipo liberal”.

2008, p. 80- 81).

No âmbito da Economia, as principais características do Estado Liberal são os postulados da livre-iniciativa, da liberdade contratual e da liberdade de mercado – que se relaciona com a auto-organização e a auto-regulação da economia. No âmbito jurídico, o Estado Liberal fundamenta-se no princípio da autonomia privada, na prevalência dos contratos e na proteção absoluta dos direitos individuais e privados (FIGUEIREDO, 2010, p. 43-44).

Grau (2010, p. 19) destaca que mesmo ao tempo do liberalismo, o Estado era, no interesse do capital, chamado a ‘intervir’ na economia. Ressalta que havia liberdade no exercício de profissões e na realização de negócios, mas havia, por exemplo, a obrigatoriedade de pagamento de impostos e taxas e de sujeitar-se aos regulamentos aplicáveis.⁶⁸

A primeira fase do Estado liberal teve alicerce na teoria dos direitos individuais e na proteção da propriedade privada. Na segunda fase, houve a expansão dos direitos políticos e o resgate da idéia da igualdade jurídica como marco dos direitos fundamentais. No período do capitalismo liberal (que se estendeu até o século XIX), quanto ao conflito existente entre a vontade individual dos agentes da sociedade civil e a vontade do Estado, prevalecia o princípio do mercado (SOARES, 2008, p. 81).

O liberalismo clássico – o qual construiu os pilares do Estado liberal e lhe deu forma – estava impregnado de concepções do individualismo burguês, tendo em vista que privilegiava a liberdade e segurança jurídica em detrimento da extensão dos direitos humanos a todos os segmentos da sociedade (SOARES, 2008, p. 81-83).

Destacaram-se, na teoria do liberalismo, nomes como Locke, Montesquieu, Kant, que defendiam a política de separação de poderes. Segundo Bonavides (2007, p. 45), “a filosofia política do liberalismo, preconizada por Locke, Montesquieu e Kant, cuidava que, decompondo a soberania na pluralidade dos poderes, salvaria a liberdade”. Tratava-se, portanto, de uma forma de combater o absolutismo e contrapor à onipotência do rei um sistema de garantias aos indivíduos. A tão conhecida teoria tripartida dos poderes é uma contribuição de Locke e Montesquieu, que a elaboraram supondo um Estado onde três poderes (Executivo, Legislativo e Judiciário) estariam modeladamente separados e

⁶⁸ Segundo Grau (2010, p. 24), “A própria constituição do modo de produção capitalista dependeu da ação estatal. Em outros termos, não existiria o capitalismo sem que o Estado cumprisse a sua parte, desenvolvendo vigorosa atividade econômica, no campo dos serviços públicos. O Estado desempenha, marcadamente, função de integração capitalista como prestador do serviço de transporte público de carga – aí a constituição do sistema de transporte ferroviário e, após, marítimo. De outra parte, relembre-se o seu papel na área da saúde, instalando, na primeira metade do século, verdadeiras oficinas de controle de qualidade da mercadoria trabalho”.

mutuamente contidos - “O poder detém o poder” - (BONAVIDES, 2007, p. 45).

No entanto, segundo Soares (2008, p. 81-82), a própria burguesia destruiu os pilares do liberalismo clássico. A busca desenfreada pelo lucro fez com que essa classe desrespeitasse as regras de mercado e eliminasse a livre concorrência e a livre iniciativa, concentrando riquezas e acentuando os desníveis sociais.

Carvalho Filho (2007, p. 797) explica que “a pretensa liberdade na ordem econômica conferida pelo Estado aos indivíduos surtiu efeito contrário, relevando-se forma de alargar os abismos entre as classes sociais e tornando o pobre cada vez mais pobre e o rico cada vez mais abastado”.⁶⁹

Surgiram segmentos proletários que, vítimas da miséria e da exclusão social, e instruídos por concepções socialistas e totalitárias, conscientizaram-se dessa situação e resolveram se manifestar.⁷⁰ As tensões sociais marcaram, então, o declínio da segunda fase Estado Liberal, que se utilizou da repressão policial para combater a marginalização, criminalidade e revolta social dos trabalhadores. O liberalismo tentou superar as tensões sociais com a incorporação de reivindicações do proletariado e postulados socialistas e também a recepção, em sua legislação infraconstitucional, de alguns direitos econômicos e sociais. As técnicas e instituições liberais foram ampliadas para abranger e cooptar a sociedade de massas: extensão do sufrágio, reconhecimento de associação aos trabalhadores, surgimento de grandes partidos políticos e intervenção diversificada do Estado nas áreas econômica, social e cultural⁷¹ (SOARES, 2008, p. 81-82).

⁶⁹ Consoante Verdú (2007, p. 97), “O Estado Liberal se caracteriza pelo fato de tentar manter uma estrutura social baseada numa estratificação social rígida, em que a passagem de uma classe social inferior a uma superior é difícil devido à inexistência de um número suficiente de oportunidades para fazê-lo. Isso ocorre por causa da organização econômica que a burguesia sustenta, onde prosperam apenas aqueles que possuem maior poder aquisitivo, sempre encontrados entre os membros das classes sociais acomodadas. Não pode haver dinâmica social integradora em tal sociedade. Para tanto, far-se-ia necessário aumentar as oportunidades mediante uma política econômica e social de grande amplitude”.

⁷⁰ Explica Carvalho Filho (2007, p. 798) que “o liberalismo econômico, como doutrina, passou a sofrer duros golpes. De um lado, a eclosão de movimentos sociais denunciavam o inconformismo com a forma de direção do poder e, de outro, novos filósofos sociais procuravam incutir idéias antagônicas à da excessiva liberdade, destacando-se entre eles KARL MARX, propulsor da idéia do governo da sociedade e da eliminação de classes como fator de proteção do operariado”.

⁷¹ Segundo Hayek (2010, p. 49), a causa da crescente impaciência perante o lento avanço da política liberal, a irritação contra os que usavam a fraseologia liberal em defesa de privilégios anti-sociais e a ambição sem limites aparentemente justificada pelas melhoras materiais obtidas até então, acarretaram, ao final do século, a descrença cada vez maior nos princípios básicos do liberalismo. Os velhos princípios já não se enquadravam mais na sociedade, exceto se fossem totalmente remodelados. A tradição individualista, criada pela civilização ocidental, foi paulatinamente abandonada.

3.1.2 Estado social

Em razão das crises apresentadas pelo Estado Liberal e pela necessidade de readequação estrutural às exigências da época, surgiu o que se denominou Estado Social, caracterizado basicamente pelo intervencionismo estatal no domínio econômico⁷² e pela adoção de uma postura mais paternalista por parte do governo (BONAVIDES, 2007, p 203). Em outras palavras, o Estado Social define-se como a forma estatal de intervenção no domínio econômico que visa a garantir a efetivação de políticas assistencialistas, com o intuito de prover os hipossuficientes em suas necessidades básicas, assegurando, por conseguinte, o bem-estar de seus cidadãos (FIGUEIREDO, 2010, p. 46).

O surgimento do Estado Social de Direito teve como marco o período do pós-guerra. As catástrofes e injustiças cometidas na época deram ensejo a uma necessidade de defender postulados contrários à situação política anterior (VERDÚ, 2007, p. 77).⁷³ Surgiram as Constituições Sociais, como a de Weimar e a Mexicana, que conciliaram direitos de liberdades e direitos socioeconômicos em seus textos, por meio da inserção da cláusula social (SOARES, 2008, p. 204-205).

O Estado passou a preocupar-se mais com a coletividade e com os interesses transindividuais, limitando os interesses pessoais de cunho individualista. Passou-se a falar

⁷² Figueiredo elenca três espécies de Estado Intervencionista: o econômico, o social e o socialista. Quanto ao Estado Intervencionista Econômico, situado historicamente antes do Estado Intervencionista Social, tece as seguintes considerações: “Nesta forma de participação estatal na economia, o Estado atua com o fito de garantir-se o exercício racional das liberdades individuais. A política intervencionista não visa ferir os postulados liberais, mas, tão-somente, fazer com que o Estado coíba o exercício abusivo e pernicioso do liberalismo. No campo econômico, esse modelo intervencionista é fortemente influenciado pelas doutrinas de John Maynard Keynes, que em sua obra *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, expôs suas teses sobre economia política, demonstrando que o nível de emprego e, por corolário, do desenvolvimento socioeconômico, se deve muito mais às políticas públicas implementadas pelo governo, bem como certos fatores gerais macroeconômicos, e não meramente ao somatório dos comportamentos individuais, microeconômicos, dos empresários. Teve como exemplificação maior nos Estados Unidos da América, inicialmente com a legislação antitruste e, posteriormente, com o *New Deal*, concebido, planejado e executado por Franklin Delano Roosevelt. Observe-se que, no Estado Intervencionista, não há preocupações sociais, no sentido de se estabelecer políticas públicas para tanto, mas sim de mera ordem técnica com a garantia da livre-iniciativa e da liberdade de mercado. O intervencionismo se dá de forma direta, na qual o Estado assume a iniciativa da atividade econômica, na condição de produtor de bens e serviços ao lado dos particulares, ou, ainda, de forma indireta, na qual o Estado atua tributando, incentivando, regulamentando ou normatizando a atividade econômica. No plano jurídico, assenta-se no princípio da defesa do mercado ou proteção à concorrência” (FIGUEIREDO, 2010, p. 45-46).

⁷³ Explica Verdú que não se pode comparar a influência dos motivos jusnaturalistas, antes da II Guerra Mundial, com a abundância deles nas Constituições Alemãs posteriores. Nascidas depois da experiência nacional-socialista e numa situação de desestruturação total, os constituintes depositaram suas esperanças em Deus, invocando a lei natural, a moral, e reconhecendo a dignidade humana, os direitos sagrados do homem. Tentam realizar a justiça social e ao mesmo tempo preservar os direitos fundamentais. A inserção de princípios de direito natural nas Constituições alemãs oferece aos tribunais constitucionais base moral para fundamentar suas decisões (VERDÚ, 2007, p. 80-100).

em “Estado de bem-estar social”, “Estado Providência”, “Welfare State”, em razão do maior enfoque dado aos direitos sociais, por meio de prestações positivas (previdência, habitação, saúde, educação, assistência social e saneamento) e à necessidade de mitigar os efeitos excludentes da economia capitalista, por meio da intervenção na economia (FIGUEIREDO, 2010, p. 46-47).⁷⁴

O “Estado Social de Direito” consistiu no “intento de converter em direito positivo várias aspirações sociais, elevadas à categoria de princípios constitucionais protegidos pelas garantias do Estado de Direito” (VERDÚ, 2007, p. 79).

Ao invés de apenas respeitar as liberdades individuais, o Estado Social passou a adotar uma postura mais ativa, positiva, o que fez com que recebesse denominações como “Estado de todas as classes”, “Estado fator de conciliação”, “Estado mitigador de conflitos sociais”, “Estado pacificador necessário entre o trabalho e o capital” (BONAVIDES, 2007, p. 185).

Explica Verdú (2007, p. 101 e 104) que há uma opinião generalizada que identifica o Estado Social de Direito com um Estado que exerce forte pressão fiscal sobre certas classes mais abastadas, com o intuito de distribuir as riquezas entre os membros das classes econômicas menos favorecidas. O núcleo da política social do Estado Social de Direito é a repartição dos benefícios sociais. Para isso, requer-se o convencimento acerca do bem-estar proporcionado pela política fiscal com finalidades sociais. Ressalte-se, ainda, que isso implica limitações e intervenções na propriedade privada, uma das características que diferenciam o Estado Social do Estado Liberal. O intervencionismo estatal, a socialização da propriedade, as expropriações para utilidade geral modificaram o conceito dessa instituição.

A intervenção⁷⁵ coloca à disposição do Estado instrumentos que aperfeiçoam o poder estatal pela incorporação de um novo poder – o Poder Econômico – e a manifestação desse fenômeno, denominada *planificação*, consiste na escolha de prioridades econômicas por autoridades públicas.⁷⁶ Na opinião de Verdú (2007, p. 104-105), a planificação parece ser

⁷⁴O Estado de bem-estar social, também denominado de Estado Providência ou de *Welfare State*, é aquele que provê uma série de direitos sociais aos cidadãos de modo a mitigar os efeitos naturalmente excludentes da economia capitalista sobre as classes sociais mais desfavorecidas. Sua implantação tem início na primeira metade do Século XX, a partir do final da década de 1910 e início da década de 1920. Manifesta-se inicialmente na Constituição do México de 1917 e na Constituição da Alemanha de 1919 (Carta de Weimar), destacando-se pela garantia dos direitos sociais e pelo intervencionismo na economia (FIGUEIREDO, 2010, p. 46-47).

⁷⁵O intervencionismo do Estado na economia nacional passa a ser considerado essencial, com o que concordam socialistas de diversas tendências, neoliberais da “terceira via”, comunistas, partidos democrata-cristãos ou movimentos de partido único. Discute-se apenas o grau e o modo de intervenção. O problema é que a intervenção é atividade contínua e institucionalizada, com base em um programa pormenorizado e de grande alcance. Essa atividade coloca à disposição do Estado vários instrumentos que aperfeiçoam o poder estatal por meio da incorporação de um novo poder: o poder econômico (VERDÚ, 2007, p. 104-105).

⁷⁶ Figueiredo (2010, p. 47-48) faz distinção entre Estado intervencionista social e Estado intervencionista socialista. Segundo o autor, o fenômeno da planificação insere-se dentro do modelo do Estado intervencionista

exigência incontornável no atual Estado de massas. Seja qual for a ideologia política que se adote, a planificação é necessária quando se pretende gerar bem-estar social. Para atingir esse objetivo, exige-se elevado grau de coerção social, o que implica limitar a liberdade.

Para Verdú (2007, p. 114-118), a planificação está relacionada com a graduação dos fins a serem alcançados. No entanto, uma planificação sem previsão das metas socioeconômicas carece de sentido, pois a planificação já representa a colocação em funcionamento dos meios escolhidos para alcançar as finalidades, definidas pela prospecção e segundo as ideologias vigentes. A prospecção do Estado Social de Direito exige uma política financeira determinada, cuja manifestação mais concreta se verifica na fixação dos gastos públicos, intrinsecamente relacionada com o estabelecimento do volume e da prioridade das necessidades sociais que devem ser satisfeitas.

Surgiram diversas críticas ao Estado Social de Direito, argumentando-se, dentre outras questões, que esse modelo se afigura excessivamente interventivo; que acarreta a imposição de taxas confiscatórias; que transforma tudo em objeto de cálculo, reduzindo o espírito cívico; que tende a petrificar os estratos sociais e econômicos, tornando a mobilidade entre as classes mais difícil (VERDÚ, 2007, p. 116-118).

Também se critica essa forma estatal pelo fato de gerar grande déficit nas contas públicas, pois o Estado acaba assumindo atividades acima de suas capacidades, já que atua tanto como prestador de serviços quanto como empreendedor da atividade econômica. Além disso, o fracasso desse modelo também se deve ao fato de que a atuação do Poder Público na exploração das atividades econômicas acarreta um ambiente desfavorável ao investimento privado e, com isso, insegurança jurídica, o que desestimula a livre iniciativa (FIGUEIREDO, 2010, p. 47).

3.1.3 Estado regulador e a “terceira via”

Segundo Figueiredo (2010, p. 48-49), o insucesso do modelo intervencionista social e socialista trouxe à tona a necessidade de repensar a forma e a intensidade da intervenção no

socialista, definido como a forma intervencionista máxima do Estado. Na política econômica planificada, o Poder Público passa a ser o centro exclusivo no que tange às deliberações referentes à economia, bem como o único produtor, vendedor e empregador. As decisões privadas, a livre-concorrência e a liberdade de mercado são substituídas pelo planejamento econômico racional e centralizado no Poder Público. Essas idéias foram concebidas por nomes como Friedrich Hegel e Karl Marx, que apontaram os defeitos excludentes e exploratórios do liberalismo, bem como a necessidade de efetivar políticas públicas que promovessem a distribuição de rendas.

domínio econômico, bem como as políticas públicas referentes à inclusão social e à repartição de rendas. Desse modo, abandonou-se a planificação econômica socialista e a crescente assunção de responsabilidades coletivas, sem, contudo, retroagir ao liberalismo puro, ou seja, sem deixar de observar os ideais de proteção aos bens essenciais e à dignidade da pessoa humana.

O Estado passa, então, a atuar como ente garantidor e regulador da atividade econômica, que volta a se pautar nos princípios da livre-iniciativa e da liberdade de mercado, bem como na desestatização das atividades econômicas e redução sistemática dos encargos sociais, destinados a garantir o equilíbrio nas contas públicas. No entanto, não abandona a preocupação com o contexto social, nem deixa de atuar na promoção dos serviços públicos essenciais à coletividade (FIGUEIREDO, 2010, p. 48-49).

Em suma, o Poder Público passa a atuar somente nas áreas em que a iniciativa privada, sozinha, não consegue atingir as metas sociais de realização do interesse coletivo. Isso significa que a iniciativa privada volta a explorar as atividades econômicas, mas dentro de um conjunto de regras estipuladas pelo Poder Público, com o objetivo de “conduzir o mercado à realização e consecução de metas socialmente desejáveis, que irão garantir o desenvolvimento socioeconômico da Nação” (FIGUEIREDO, 2010, p. 49).

É nesse contexto que se fala em neoliberalismo, uma versão mais aprimorada do superado liberalismo, que teve como alvos principais a desregulamentação dos mercados econômicos e a privatização e corporativização de serviços do governo (LATHAM, 2007, p. 53), tendo em vista que o Estado já não conseguia desempenhar adequadamente as inúmeras responsabilidades que assumiu para si. Segundo Anderson (1995, p. 9-23), o neoliberalismo surgiu logo após a Segunda Guerra Mundial, na região da Europa e da América do Norte onde imperava o capitalismo. Consistiu basicamente em uma reação teórica e política veemente contra o Estado intervencionista e de bem-estar. Em outras palavras, atacavam-se as limitações aos mecanismos de mercado por parte do Estado, pois isso era considerado uma ameaça à liberdade econômica e política.

No entanto, os ideais neoliberais logo entraram em crise, principalmente após o colapso econômico que eclodiu recentemente nos Estados Unidos – considerado mais grave do que a crise de 1929 – que repercutiu no mundo inteiro e que colocou em xeque a política econômica adotada pelo país. Alguns estudiosos sustentam que um dos principais fatores dessa crise deveu-se à falta de regulamentação estatal da economia norte-americana. Tal acontecimento também confirmou que estamos cada vez mais inseridos na “Sociedade de Risco”, que foi bem definida por Beck (1998) quando tratou dos novos perigos globais a que

toda a sociedade está submetida.⁷⁷

Conclui-se, então, que o Estado, por mais que diminua de tamanho, não deve e não pode desaparecer. Sua existência é essencial tanto para o atendimento das exigências sociais quanto para o funcionamento equilibrado da economia. A intervenção do Estado no domínio econômico existe desde seu surgimento, persistindo até os dias atuais. O que mudou foi apenas o grau de interferência.

O Estado não pode ficar totalmente alheio às relações econômicas, devendo intervir para suprir as deficiências do mercado e para fiscalizar o exercício de certas atividades inerentes ao mundo globalizado, em que as relações empresariais são muito mais dinâmicas e complexas do que no passado. No âmbito do mercado de capitais, objeto de estudo deste trabalho, essa dinamicidade e complexidade são ainda mais evidentes.

Desse modo, não havendo mais dúvidas acerca da essencialidade da intervenção estatal no domínio econômico, basta verificar em que intensidade ela deve ocorrer para que a sociedade e a economia se desenvolvam da forma mais adequada e equilibrada.

Fala-se, hoje, na “terceira via”, que parece traçar os limites e o alcance dessa intervenção, e que também não está imune a diversas críticas. Seus adeptos defendem um Estado necessário, em que sua interferência não seja nem máxima – como no socialismo –, nem mínima, como no liberalismo, mas sim, adequada ao contexto vivido pelo país. Para alguns, trata-se de um mero aperfeiçoamento do já conhecido neoliberalismo.

Convém fazer referência aos ensinamentos de Latham (2007, p. 51), que explica que a

⁷⁷ Tem-se qualificado a sociedade atual como uma “Sociedade de Risco”, o que é bem definido na obra de Ulrich Beck (1998, p. 76-141), denominada *La Sociedad del Riesgo: Hacia una Nueva Modernidad*, em que o autor descreve os novos perigos a que toda a sociedade, no aspecto global, tem se submetido constantemente. Nesse contexto, Yazbek (2009, p. 177) assevera que no mercado financeiro e de capitais – objeto de estudo desta dissertação – é possível identificar o surgimento daqueles novos riscos globais, decorrentes dos processos inovativos e da evolução das estruturas organizacionais, os quais demandam formas distintas de administração. Cita, como um dos maiores exemplos desses novos riscos trazidos pelos processos inovativos e pela complexificação das estruturas de mercado a recente ‘crise do subprime’, que encontra suas raízes mais remotas no mercado de hipotecas *subprime*, definidas pelo autor como “hipotecas consideradas de maior risco em razão dos menores patamares de renda de seus beneficiários ou dos ‘históricos de crédito’ problemático destes, e para as quais se praticam, em razão destes motivos, taxas de juros maiores ou sujeitas a determinados ‘gatilhos’ (valendo aqui lembrar que as taxas de juros variáveis tendem a funcionar, para os emprestadores, justamente como um mecanismo de administração de riscos)”. Segundo o autor, tal mercado deve um enorme crescimento nos EUA, seja em razão da progressiva valorização dos imóveis (o que estimulava a tomada de crédito para sua aquisição e ajudava a assegurar o adimplemento das obrigações), seja em razão do surgimento de instrumentos que permitiam transferir os riscos de inadimplemento a terceiros, por meio de securitização. Havia emissão descuidada e até mesmo fraudulenta dos títulos, que se proliferaram surpreendentemente. Com a desaceleração da economia dos EUA e a queda do valor dos imóveis, aumentaram os índices de inadimplemento das hipotecas caracterizadas como subprime, o que não representou apenas uma crise no mercado imobiliário, pois atingiu também os bancos que faziam negociações com tais títulos e acarretou a deterioração das carteiras de importantes instituições. Os efeitos da crise repercutiram em muitas instituições financeiras norte-americanas e européias, pelos motivos mencionados e também pela redução da disponibilidade de crédito nos mercados globais. Colocou-se em xeque os mecanismos de controle dos bancos centrais e de outros órgãos reguladores (YAZBEK, 2009, p. 176-178).

terceira via parte do pressuposto de que uma economia e uma sociedade fortes se revigoram mutuamente. Nas palavras do autor, “a terceira via adota os princípios duradouros da esquerda – referentes à justiça e decência de nossa sociedade – e os aplica às circunstâncias de nosso tempo”.⁷⁸ Traz a convicção de que uma economia de mercado crescente pode ser reconciliada com uma boa sociedade e que a competição econômica pode coexistir com a cooperação social.

Em outras palavras, a terceira via tenta resolver a tensão ideológica central dos últimos dois séculos: o conflito entre o socialismo e o liberalismo. Procura harmonizar as fundações éticas do socialismo, como a fraternidade e a igualdade, com as liberdades de mercados liberalizados e da democracia liberal (LATHAM, 2007, p. 52).

No mesmo sentido, esclarece Giddens (2007, p. 18-19) que as duas “vias” que dominaram o pensamento político a partir da II Guerra fracassaram ou perderam força. Isso porque, de um lado, as idéias socialistas tradicionais eram radicais e reformistas e baseavam-se nas idéias de gestão e planejamento econômicos – quando uma economia de mercado é, na verdade, irracional e refratária à justiça social. De outro lado, a “segunda via” – neoliberalismo ou fundamentalismo de mercado – foi descartada até mesmo pelos seus adeptos direitistas.⁷⁹

Para os defensores da “terceira via”, ação coletiva depende da expressão de interesses e valores coletivos: uma economia forte e uma sociedade forte em interdependência; direitos equilibrados por responsabilidades; um governo que recompense esforços e suspenda subsídios à inatividade; um setor público originário tanto da sociedade civil como do governo central. O Estado transforma-se num facilitador, ou seja, continua envolvido no custeio e na regulamentação dos serviços, mas não necessariamente em sua prestação (LATHAM, 2007, p. 53-55).⁸⁰

⁷⁸ “A política pública tem o hábito de operar em ciclos longos. As décadas de 1950 e 1960 testemunharam a maciça expansão socialdemocrata dos serviços públicos e de políticas de emprego keynesianas. As décadas de 1970 e 1980 testemunharam a ascensão do neoliberalismo, mediante a desregulamentação dos mercados econômicos e a privatização e corporativização de serviços do governo. Os anos 90 testemunharam o advento do pensamento de terceira via (LATHAM, 2007, p. 52).

⁷⁹ “A crise do leste asiático de 1997-8 revelou quão instáveis e desestabilizadores podem ser mercados mundiais desregulamentados, e especialmente os financeiros. Eles fazem pouco para ajudar a mitigar as extremas desigualdades existentes entre os países mais pobres e os mais ricos. Dentro das sociedades desenvolvidas, o eleitorado se resguardou de políticas neoliberais, que sugerem caber aos indivíduos arranjar-se sozinhos em um mundo marcado por altos níveis de incerteza e mudança tecnológica. O retorno dos partidos de esquerda ou de centro ao governo de tantos países transmite a clara mensagem de que as pessoas não querem ficar desprotegidas ante o mercado global” (GIDDENS, 2007, p. 18-19).

⁸⁰ “Uma sociedade forte só pode nascer do fortalecimento dos elos de confiança e mutualidade entre todos os seus cidadãos. Numa sociedade sólida, com densas redes de respeito e cooperação, as pessoas tendem a valorizar tanto o altruísmo como o interesse próprio. É por isso que a terceira via procura fortalecer a sociedade civil por intermédio de suas políticas de delegação” (LATHAM, 2007, p. 54).

Explica Latham (2007, p. 54-61) que com a globalização, reduziram-se as fronteiras econômicas e culturais. A troca de informações tornou-se muito mais ágil e constante, principalmente após o advento da internet. Essas transformações provocaram grandes alterações na economia política das nações ocidentais – o que é facilmente verificável no âmbito do mercado de capitais –, exigindo uma nova maneira de reconciliar as economias de mercado com a justiça social. A terceira via precisa ter em conta essa nova realidade, em que a economia se tornou mais internacionalizada. Na opinião do autor, o sucesso do projeto de terceira via determinará o futuro da democracia social. Essa nova abordagem – a economia política de uma terceira via – provavelmente dependerá de cinco aspectos da política econômica: sociedade forte/economia forte;⁸¹ funcionamento dos mercados; observância da nova geografia econômica; investimento em educação e recompensa aos esforços.

Desse modo, conclui o autor (2007, p. 62-64):

A política da era industrial baseava-se em um conceito simples – a luta entre o capital e o trabalho, entre os chefes e os sindicatos. Ideologias e questões políticas estruturavam-se em torno de uma clara dicotomia: direita *versus* esquerda, individualismo *versus* coletivismo, liberdade *versus* igualdade, forças de mercado *versus* planejamento estatal, liberalismo *versus* socialismo. Agora, contudo, a certeza e a simplicidade desse certame político se perderam. Assim como a Revolução Industrial virou a sociedade de ponta-cabeça, a era da informação está mudando a natureza do trabalho, da sociedade e da política.

(...)

O desafio urgente para o sistema político é responder ao modo como as pessoas, mais do que nunca, vêm trabalhando e se comunicando globalmente, e todavia votando localmente. Os governos estão achando mais difícil definir e expressar valores e prioridades públicas com apelo universal para seus cidadãos. A globalização e a revolução da informação se combinaram para impor novas pressões à responsabilidade da vida e às fontes de identidade. Interesses políticos nos níveis global, nacional, regional e local estão em atrito uns com os outros.

(...)

A nova política precisa lidar mais com soluções do que com imagens. Ela precisa expressar valores universais, e não acordos seccionais. Daí a relevância da terceira via – valores universais, soluções radicais e uma nova política da persuasão. Ela é o caminho para uma democracia mais forte e uma democracia social rejuvenescida.

⁸¹ Quanto ao primeiro aspecto, explica Latham (2007, p. 56-57) que grande parte do debate público incorreu numa falsa e radical divisa entre economia e sociedade, como se fossem mutuamente excludentes. Os economistas políticos originais entendiam que uma economia forte e uma sociedade forte eram estreitamente interdependentes. Melhor explicando, uma sociedade forte e confiante fortaleceria o mercado, reduzindo, assim, os custos de transação e suavizando o fluxo do comércio. As liberdades de mercado também seriam responsavelmente usadas em uma sociedade confiante, reforçando com isso a prosperidade e oportunidade sociais. Assim, tanto a solidariedade social quanto o crescimento econômico seriam indispensáveis para promover uma sociedade civil forte. No entanto, com a emergência da economia neoclássica, a força da sociedade foi desvinculada da análise de eventos econômicos. Com o tempo, principalmente após a globalização, sociedade e economia passaram a ser interpretadas como se estivessem em conflito mútuo.

Nesse contexto, entende o autor que a terceira via vê as mudanças proporcionadas pela globalização e pela era da informação como uma oportunidade ímpar de reunificar a economia e a sociedade, priorizando políticas públicas como: cooperação internacional; investimento em educação; estímulo à poupança; investimento em infraestrutura; fortalecimento dos ambientes de trabalho; delegação de serviços sociais.

Assim como todas as outras ideologias políticas, a “terceira via” também se sujeitou a inúmeras críticas. Para alguns, seu discurso é contraditório e inadequado; para outros, representou, na prática, um verdadeiro retrocesso. No entanto, não se pode negar que a “terceira via” possui muitos méritos, dentre os quais o de tentar reconciliar os opostos (socialismo e liberalismo), propondo uma interferência estatal que não seja nem máxima, nem mínima, mas sim adequada às peculiaridades de cada Estado.

3.2 O ESTADO BRASILEIRO E A ORDEM ECONÔMICA NA CONSTITUIÇÃO FEDERAL DE 1988

Figueiredo (2010, p. 55-56), retrata, de forma sintética, o contexto histórico, econômico e social em que se consolidou a ordem econômica brasileira, pelo que será feita uma breve exposição de seus ensinamentos nos próximos parágrafos. Explica que o movimento de industrialização do país teve início com Visconde de Mauá, mas não contou com o apoio estatal e foi abafado, somente sendo retomado com a ascensão de Getúlio Vargas. Afirma que como a iniciativa privada direcionava seus esforços no mercado agrário e pecuário, o setor industrial ficou sob responsabilidade do Estado, razão pela qual assevera que a ordem econômica brasileira já nasceu estatizada. O país vivia sob a égide de um Estado Intervencionista Social, pois o Poder Público atuava tanto na prestação de serviços públicos essenciais, quanto no exercício da atividade econômica, o que deu ensejo ao surgimento de diversas empresas estatais atuantes em setores precipuamente privados. Aos poucos, o país foi permitindo a entrada de capital estrangeiro e, para financiar o Plano de Metas, de Juscelino Kubitschek, houve uma grande captação de recursos no exterior, o que acarretou a crise inflacionária, que se agravou em razão da ausência de uma política de desenvolvimento econômico sustentável.

Com a queda da ditadura e a conseqüente redemocratização nacional, adotou-se uma política de desestatização econômica, por meio da implementação de um Estado regulador (art. 174 da CF/88), que se consolidou com o Governo Collor, em que várias estatais foram privatizadas, retirando-se paulatinamente a participação do Estado de diversos setores da Economia. Essa medida foi adotada em razão da incapacidade demonstrada pelo modelo intervencionista social brasileiro de prestar de forma eficiente os serviços públicos e desempenhar atividades econômicas (FIGUEIREDO, 2010, p. 56).

Por conseguinte, a transferência das funções de utilidade pública para o setor privado resultou, para o Estado, na ampliação dos poderes de regulação, fiscalização e planejamento da atividade econômica, que se desenvolveu por meio da atuação de entes desprovidos de subordinação, com autonomia em face de ingerências políticas e com funções técnicas delimitadas, para que a prestação de serviços essenciais à população, embora realizada por empresas privadas, ficasse submetida às regras previamente delimitadas pelo Poder Público. Referidas funções são desempenhadas, atualmente, pelas agências reguladoras e pelas autoridades que compõem o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (FIGUEIREDO, 2010, p. 57).

Os conflitos socioeconômicos que eclodiram no mundo durante o Século XIX influenciaram sobremaneira as constituições de diversos países, impregnando-as com valores comuns, muito embora atendidas as peculiaridades de cada contexto social. Passou-se a dispensar maior preocupação com o coletivo e o social, em detrimento do individual, com o intuito de assegurar respeito à dignidade da pessoa humana (FIGUEIREDO, 2010, p. 59).

Além disso, as constituições passaram a preocupar-se cada vez mais com a regulação da ordem econômica, com o intuito de reduzir as desigualdades, proteger o interesse público e contribuir para o desenvolvimento econômico (CARVALHO FILHO, 2007, p. 798).

No Brasil, a partir da Constituição de 1934, nitidamente influenciada pela Constituição Alemã de 1919, todas as demais dedicaram um de seus capítulos à ordem econômica. Segundo Carvalho Filho (2007, p. 799), ao se comparar tais capítulos, verifica-se claramente o processo evolutivo, que refletiu a alteração e criação de novos mecanismos interventivos, compatibilizados com as idéias políticas, econômicas e sociais da época em que foram estabelecidos.

A Constituição Federal de 1988 disciplina a ordem econômica e financeira nos artigos 170 a 192, situados no Título VII. Os princípios da ordem econômica estão definidos no art. 170, nos seguintes termos:

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.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

Um simples passar de olhos pelo *caput* do art. 170 e seus respectivos incisos demonstra que a ordem econômica do Estado brasileiro baseia-se tanto em princípios de origem liberal quanto em princípios de ordem social.⁸²

Segundo Grau (2010, p. 191-192), a ordem econômica, na Constituição Federal de 1988, consagra um regime de mercado organizado e opta pelo tipo liberal do processo econômico, o qual apenas admite a intervenção do Estado na economia quando necessária para coibir abusos e preservar a livre concorrência, mas sua posição corresponde à do neoliberalismo ou socialliberalismo, com a defesa da livre iniciativa. Além disso, a Constituição repudia o dirigismo, mas acolhe o intervencionismo econômico – que não se faz contra o mercado, mas sim a seu favor – e adota o sistema capitalista, mas desde que sejam respeitados a justiça social e os valores do trabalho humano.⁸³

Partindo da premissa de que a Constituição é dinâmica, o autor conclui, ainda, que apesar de a constituição ser capitalista, abre caminho à transformação da sociedade; que há cláusulas transformadoras que podem conduzir ao intervencionismo, ao dirigismo, ao nacionalismo e à estatização; que o art. 174 pode dar margem a distorções na interpretação

⁸² Carvalho Filho (2007, p. 800-801), ao tratar do postulado da liberdade de iniciativa, leciona que “este fundamento indica que todas as pessoas têm o direito de ingressar no mercado de produção de bens e serviços por sua conta e risco. Trata-se, na verdade, da liberdade de exploração das atividades econômicas sem que o Estado as execute sozinho ou concorra com a iniciativa privada. A livre iniciativa é realmente o postulado maior do regime capitalista. O fundamento do foco se completa, aliás, com a regra do art. 170, parágrafo único, da CF, segundo o qual a todos é assegurado o livre exercício de qualquer atividade econômica. Sem a necessidade de autorização de órgãos públicos, à exceção dos casos previstos em lei. A liberdade de iniciativa não é apenas um dos fundamentos da ordem econômica, mas da própria República, tal como sucede com os valores sociais do trabalho (art. 1º, IV, da CF). É claro que o sentido da livre iniciativa faz lembrar, de certa forma, os tempos do liberalismo econômico. Mas, ao contrário, da doutrina de SMITH e MILL, o Estado não é mero observador, mas sim um efetivo participante e fiscal do comportamento econômico dos particulares. Por essa razão é que, quando nos referimos à atuação do Estado na economia, queremos indicar que o Estado interfere de fato no domínio econômico, restringindo e condicionando a atividade dos participantes em favor do interesse público”.

⁸³ José Afonso da Silva (2007, p. 786), no mesmo sentido: “A ordem econômica adquiriu dimensão jurídica a partir do momento em que as constituições passaram a discipliná-la sistematicamente, o que teve início com a Constituição Mexicana de 1917. No Brasil, a Constituição de 1934 foi a primeira a consignar princípios e normas sobre a ordem econômica, sob a influência da Constituição de Weimar. Isso não quer dizer que, nessa disciplina, se colhe necessariamente um ‘sopro de socialização’. Não, aqui, como no mundo ocidental em geral, a ordem econômica consubstanciada na Constituição não é senão uma forma econômica capitalista, porque ela se apóia inteiramente na apropriação privada dos meios de produção e na iniciativa privada (art. 170). Isso caracteriza o *modo de produção capitalista*, que não deixa de ser tal por eventual ingerência do Estado na economia nem por circunstancial exploração direta de atividade econômica pelo Estado e possível monopolização de alguma área econômica, porque essa atuação estatal ainda se insere no princípio básico do capitalismo que é a apropriação exclusiva por uma classe dos meios de produção, e, como é essa mesma classe que domina o aparelho estatal, a participação deste na economia atende a interesses da classe dominante. A atuação do Estado, assim, não é nada menos do que uma tentativa de por ordem na vida econômica e social, de arrumar a desordem que provinha do liberalismo (...)”.

das diretrizes elencadas (GRAU, 2010, p. 191-192)⁸⁴.

Grau (2010, p. 194-196) explica que além dos princípios inseridos no Título VII, também se aplicam à ordem econômica os preceitos previstos nos artigos 1º, 3º, 7º a 11, 201, 202, 218, 219, bem como os do art. 5º, LXXI, do art. 24, I, do art. 37, XIX e XX, do § 2º do art. 103, do art. 149, do art. 225 da Constituição Federal. Em suma, a ordem econômica deve observar os seguintes princípios: a) dignidade da pessoa humana (art. 1º, III e art. 170, *caput*); b) valores sociais do trabalho e da livre iniciativa (art. 1º, IV e art. 170, *caput*); c) construção de uma sociedade livre, justa e solidária (art. 3º, I); d) erradicação da pobreza e da marginalização e a redução das desigualdades sociais e regionais (art. 3º, III e art. 170, VII); e) liberdade de associação profissional ou sindical (art. 8º); f) garantia do direito de greve (art. 9º); g) sujeição da ordem econômica aos ditames da justiça social (art. 170, *caput*); h) a soberania nacional, a propriedade e a função social da propriedade, a livre concorrência, a defesa do consumidor, a defesa do meio ambiente, a redução das desigualdades regionais e sociais, a busca do pleno emprego e o tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte (art. 170 da CF); i) integração do mercado interno ao patrimônio nacional (art. 219). Há também outros princípios não positivados, tais como os que podem ser extraídos dos artigos 7º, 201 e 202 da Constituição Federal (GRAU, 2010, p. 196).

Por fim, ressalta o autor que os princípios indicam as marcas da ideologia adotada pela Constituição. Analisando-os em seu conjunto, conclui que a ordem econômica, tal como prevista na Constituição Federal de 1988, define a opção por um sistema econômico capitalista, mas que rejeita a economia liberal e o princípio da auto-regulação da economia. Pela simples leitura do art. 170 da CF/88, constata-se a adoção de uma ordem econômica intervencionista, baseada em um modelo de bem-estar, com vistas à consolidação da democracia⁸⁵ (GRAU, 2010, p. 311-314).

⁸⁴ “A introdução, no nível constitucional, de disposições específicas, atinentes à conformação da ordem econômica (mundo do ser), não consubstancia, em rigor, uma ruptura dela. Antes, pelo contrário, expressa – como venho afirmando – o desígnio de se a aprimorar, tendo-se em vista a sua defesa. A ordem econômica (mundo do dever ser) capitalista, ainda que se qualifique como *intervencionista*, está comprometida com a finalidade de preservação do capitalismo. Daí a feição *social*, que lhe é atribuída, a qual, longe de desnudar-se como mera concessão a um modismo, assume, nitidamente, conteúdo ideológico” (GRAU, 2010, p. 73).

⁸⁵ “A ordem econômica (mundo do dever ser) produzida pela Constituição de 1988 consubstancia um meio para a construção do *Estado Democrático de Direito* que, segundo o art. 1º do texto, o Brasil constitui. Não o afirma como *Estado de Direito Social* – é certo – mas a consagração dos *princípios da participação* e da *soberania popular*, associada ao quanto se depreende da interpretação, no *contexto funcional*, da totalidade dos princípios que a conformam (a ordem econômica), aponta no sentido dele” (GRAU, 2010, p. 314).

3.3 MODALIDADES DE INTERVENÇÃO NA ECONOMIA

Grau (2010, p. 146-147) define a intervenção como a atuação estatal no domínio econômico e a classifica em três modalidades: 1) intervenção por absorção ou participação; 2) intervenção por direção e 3) intervenção por indução. A intervenção por absorção ou por participação é aquela em que o Estado desempenha diretamente a atividade econômica. A intervenção por absorção verifica-se quando o Estado assume integralmente o controle dos meios de produção, ou seja, atua em regime de monopólio; por outro lado, a intervenção por participação caracteriza-se quando o Estado assume o controle de apenas parte dos meios de produção, ou seja, atua em regime de competição com empresas privadas.

Na intervenção por direção e por indução, o Estado atua como regulador da atividade. Quando o faz sob a modalidade de direção, a pressão que o Estado exerce sobre a economia é direta, por meio do estabelecimento de mecanismos e normas de comportamento a serem observados compulsoriamente. Por outro lado, sob a modalidade de indução, o Estado manipula os instrumentos de intervenção de acordo com as leis que regem o funcionamento dos mercados (GRAU, 2010, p. 147).

Figueiredo (2010, p. 51-52) ressalta o rol apresentado por Diogo de Figueiredo Moreira Neto, que elenca quatro modalidades de atuação no domínio econômico, assim sintetizadas pelo autor:

- a) Intervenção regulatória: é a forma de intervenção na qual o Estado, por intermédio de leis e normas de cunho setorial, atua disciplinando a ordem econômica, de forma genérica e abstrata;
- b) Intervenção concorrencial: ocorre quando o Estado, nos casos expressos e devidamente autorizados no ordenamento jurídico, atua em regime de igualdade com o particular na exploração de atividade econômica;
- c) Intervenção monopolista: ocorre quando o Estado reserva para si a exploração exclusiva de determinada atividade econômica;
- d) Intervenção sancionatória: visa a reprimir e punir abusos econômicos, no exercício de suas atividades de política administrativa na ordem econômica.

Em suma, a Constituição prevê, como regra, a intervenção indireta do Estado na Ordem Econômica, e, excepcionalmente, a intervenção direta, nas hipóteses taxativamente previstas. O Estado pode, portanto, atuar como agente normativo e regulador e, por meio dessas posições, exercer as funções fiscalizadora, incentivadora e planejadora (art. 174 da CF), e como agente explorador de atividade econômica, no que se refere aos casos de monopólio constitucional (art. 177), bem como nas hipóteses de exploração concorrencial

com o particular (art. 173) (FIGUEIREDO, 2010, p. 59-60).⁸⁶

Interessa, para os fins que se pretendem alcançar neste trabalho, o estudo das formas de intervenção indireta do Estado no domínio econômico, o que será feito na sequência.

3.4 INTERVENÇÃO INDIRETA DO ESTADO NA ECONOMIA

De acordo com Figueiredo (2010, p. 122), com o processo de desestatização, ou seja, da redução da atuação estatal na economia, estabeleceu-se como regra a não intervenção, o que não significou, porém, a retomada aos ideais do liberalismo, tendo em vista que a própria Constituição Federal reservou ao Estado a competência para disciplinar a Ordem Econômica, nos termos dos artigos 24, I e 174 da CF, com o intuito de estabelecer suas políticas públicas de condução e organização do mercado interno e externo.

A intervenção indireta, como visto, relaciona-se com atuação do Estado como agente normativo e regulador, hipóteses em que exerce uma tríplice função: fiscalizadora, incentivadora e planejadora,⁸⁷ conforme preceitua o *caput* do art. 174 da CF, nos seguintes termos: “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”.

De acordo com Grau (2010, p. 306-307), pela análise do referido dispositivo, verifica-se que o Estado deve atuar na regulação da atividade econômica, expressão tomada em sentido amplo. Explica que a competência normativa para tanto, no âmbito da União e dos

⁸⁶ “Por Ordem Econômica entendem-se as disposições constitucionais estabelecidas para disciplinar o processo de interferência do Estado na condução da vida econômica da Nação. Pode se dar tanto de forma direta, na qual o Poder Público avoca para si a exploração das atividades econômicas, quanto de maneira indireta, na qual o Estado atua monitorando a exploração das atividades geradoras de riquezas pelos particulares, intervindo quando se fizer necessário para normatizar, regular e corrigir as falhas de seu mercado interno, em prol do bem comum e do interesse coletivo” (FIGUEIREDO, 2010, p. 122-123).

⁸⁷ “No que tange ao art. 174, no entanto, a expressão *atividade econômica* é utilizada noutro sentido. Alude, o preceito, a *atividade econômica em sentido amplo*. Respeita à globalidade da atuação estatal como agente normativo e regulador. A atuação normativa reclama fiscalização que assegure a efetividade e eficácia do quanto normativo definido – daí porque, em rigor, nem seria necessária a ênfase que o preceito adota ao expressamente referir a função de fiscalização. A atuação reguladora há de, impõe a Constituição, compreender o exercício das funções de incentivo e planejamento. Mas não apenas isso: atuação reguladora reclama também fiscalização e, no desempenho de sua ação normativa, cumpre também ao Estado considerar que o texto constitucional assinala, como funções que lhe atribui, as de incentivo e planejamento. Este, por outro lado, não abrange apenas a *atividade econômica em sentido estrito*, porém toda a *atividade econômica em sentido amplo*. Tanto é assim que o preceito determina ser ele – o planejamento – “determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”. O art. 174 reporta-se nitidamente, nestas condições, a *atividade econômica em sentido amplo*” (GRAU, 2010, p. 107).

Estados-membros, está prevista no art. 24, I da CF, mas existem muitos outros preceitos constitucionais tratando do assunto, como os do parágrafo único do art. 170 e incisos VII e VIII do art. 22, dentre outros.

Dentro da atividade de regulação está a de fiscalização, que significa controlar a eficácia das normas produzidas no sentido de regular a atividade econômica, as quais devem necessariamente concretizar os princípios que conformam a ordem econômica.⁸⁸ Além disso, o art. 174 também menciona as funções de incentivo (intervenção por indução) e planejamento⁸⁹ (GRAU, 2010, p. 307-310).

3.4.1 A regulação econômica

Segundo Figueiredo (2010, p. 123), a intervenção indireta, por meio da regulação econômica, surgiu como pressão do Estado sobre a economia para devolvê-la à normalidade, evitando-se práticas abusivas pelos agentes mais fortes em face dos mais fracos, e também em detrimento do mercado e, por conseguinte, de toda a sociedade. As primeiras medidas interventivas manifestaram-se por meio da elaboração de um conjunto de atos legislativos destinados a restabelecer a livre-concorrência, dentre os quais se destacaram as Leis Antitruste criadas no final do Século XIX, no Canadá (*Competition Act*) e nos Estados Unidos da América (*Sherman Act*).

No Brasil, a experiência reguladora data do início do Século XX. Uma das primeiras medidas intervencionistas decorreu da necessidade de controlar a oferta e a demanda no setor cafeeiro para o mercado externo – o que resultou na queima do excedente de produção, em razão da ausência de aparelhamento estatal estruturado para regular o setor, o qual somente

⁸⁸ “Trata-se de *normação e regulação* que, como já anotei neste ensaio, reclamam *fiscalização*. Essa atividade, de *fiscalização*, é desenvolvida, evidentemente, em torno de um objeto. (...) Assim, *fiscalizar*, no contexto deste art. 174, significa prover a eficácia das normas produzidas e medidas encetadas, pelo Estado, no sentido de regular a atividade econômica. Essas normas e medidas (...) hão de necessariamente estar a dar concreção aos princípios que conformam a ordem econômica. Por isso, hão de, quanto atinjam a atividade econômica em sentido estrito, necessariamente configurar *intervenção sobre o domínio econômico*” (GRAU, 2010, p. 307).

⁸⁹ “O planejamento de que trata o art. 174, referido no seu § 1º, é – repito-o – *planejamento do desenvolvimento econômico*. O que diz a Constituição, em síntese, no conjunto dos preceitos aos quais há pouco fiz alusão, e que importa considerar, é que a União (o Executivo) elaborará planos nacionais e regionais de desenvolvimento econômico e social, planos que deverão ser aprovados pelo Congresso Nacional, com a sanção do Presidente da República; os planos nacionais serão executados pela União e deverão compreender os planos regionais, que serão executados pelos organismos regionais. Os planos são, fundamentalmente, *normas-objetivo*, isto é, normas que definem fins a alcançar. É o seguinte, pois – e apenas este –, o significado da cláusula final no art. 174 da Constituição de 1988: *a realização dos objetivos visados pelos planos nacionais e regionais de desenvolvimento é determinante para o setor público, porém meramente indicativa para o setor privado*” (GRAU, 2010, p. 310).

surgiu a partir de 1952, com a criação do Instituto Brasileiro do Café (IBC), substituído, em 1989, pelo Departamento Nacional do Café (DNC). A partir de 1930, o Estado passou a regular o setor de transporte aéreo civil, por meio da criação do Departamento de Aviação Civil (DAC), em 1931, substituído, em 2005, pela Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC). Verifica-se, então, que não havia, nessa época, uma experiência reguladora estruturada de forma autônoma (FIGUEIREDO, 2010, p. 124).

A estrutura da regulação somente começou a surgir efetivamente com a criação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. Inspirado no modelo norte-americano de regulação, o Estado brasileiro criou, inicialmente, um Banco Central independente e autônomo (Lei nº 4.595, de 1964), para atuar no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, bem como a Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976), autarquia federal também independente e com autonomia funcional, destinada a regular o mercado de capitais (FIGUEIREDO, 2010, p. 124-125).

A partir de 1990, o Brasil passou a implementar o processo de desestatização da ordem econômica, nos termos da Lei nº 8.031/1990, devolvendo-se à iniciativa privada a liberdade de exploração de diversos setores da economia (FIGUEIREDO, 2010, p. 125). Tornou-se mais evidente, desse modo, a necessidade de regulação do mercado, tendo em vista que essa exploração pela iniciativa privada não poderia ser realizada arbitrariamente, sem controle estatal.⁹⁰

Essa evidência tornou-se ainda maior no contexto da globalização. Pinheiro (2008, p. 19-20) ressalta que a integração econômica internacional tornou indispensável a regulamentação estatal e contratos bem elaborados. Ensina que a necessidade de crescimento interno dos países, para que possam competir no mundo globalizado, tem levado à crescente interação entre o direito e a economia, o que se constata pelo aumento da regulação e pelo uso mais intenso dos contratos como forma de organizar a produção, viabilizar o financiamento e distribuir os riscos. Nesse contexto, as reformas dos anos 90 – privatizações, abertura comercial, desregulamentação, reforma regulatória, na infra-estrutura e no sistema financeiro - proporcionaram um impulso à integração do Brasil no âmbito mundial e ao volume de regulação e utilização de contratos.

Observam Pinheiro e Saddi (2005, p. 253) que, não obstante as reformas liberais

⁹⁰ Segundo Alexandrino e Paulo (2010, p. 160), “este é um ponto de grande importância: o aumento da necessidade de regulação é consequência da opção política e econômica do Estado de, em vez de assumir diretamente o exercício da atividade empresarial, intervir ativamente nessas atividades, utilizando instrumentos de autoridade. Não significa uma redução quantitativa obrigatória da atividade do Estado, mas uma alteração no perfil dessa atividade: ao deixar de assumir a tarefa de produção direta de bens e serviços, o Estado, na mesma proporção, intensifica o exercício de suas prerrogativas de intervenção no domínio econômico”.

realizadas nas últimas décadas, a regulação da atividade econômica tem se tornado cada vez mais intensa em todo o mundo. De fato, internacionalmente, normas e decisões de órgãos como a Organização Mundial do Comércio, as câmaras internacionais de arbitragem, o Banco Internacional de Compensações, a Organização Internacional do Trabalho, dentre outros, têm exercido influência crescente na organização da atividade econômica. Explicam que isso também se aplica a acordos como o de Kyoto, destinado a diminuir a emissão de gases na atmosfera, cuja influência nas decisões corporativas já se faz crescente, em relação a o que e como produzir e também aonde investir. Além disso, também não se pode esquecer que se tornam cada vez mais freqüentes as restrições impostas às empresas por acordos regionais, como os elaborados no âmbito da União Européia e do Mercosul.

Acrescentam que as economias nacionais têm experimentado um processo semelhante de reforma e expansão da regulação incidente sobre as atividades de empresas, de profissionais liberais e até mesmo de pessoas. Esse processo tem se verificado com maior intensidade nos países mais desenvolvidos, em que temas como o meio ambiente, a segurança dos produtos, a propriedade intelectual e o uso da Internet têm sido objeto de regras mais detalhadas e rigorosas. Por outro lado, nos países em desenvolvimento, a expansão da atividade reguladora em áreas como meio ambiente, direito do consumidor e propriedade intelectual têm coexistido com a reforma das normas existentes, principalmente nos serviços públicos e nos mercados de trabalho e capital (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 253).

Explicam, ainda, que o mesmo fenômeno tem sido observado no Brasil, o que, de fato, pode ser facilmente constatado. É que muitas das reformas empreendidas no país a partir de 1980 demonstram a substituição de um Estado empresário por um Estado que se preocupa mais em regular o setor privado do que propriamente exercer a atividade. Essas reformas têm como pressuposto o fato de que o mercado é mais eficiente que o Estado em definir a alocação de recursos e produzir.⁹¹ Por outro lado, também representam uma reação à constatação de que a excessiva intervenção estatal na economia no século XX ensejou inúmeros problemas, denominados como “falhas de governo” (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 253-4).

No âmbito específico do mercado financeiro e de capitais, objeto deste trabalho, Held (2007, p. 579-581) tece algumas ponderações. Explica que a grande expansão apresentada

⁹¹ Segundo Alexandrino e Paulo (2010, p. 159), “a tese central dessa política econômica é a de que o Estado é muito menos eficiente do que o setor privado quando desenvolve diretamente atividades econômicas em sentido amplo, abrangendo a prestação de serviços públicos propriamente ditos, a prestação de serviços de natureza estritamente econômica e a exploração de atividades industriais e comerciais. Vale dizer, entende-se que o Estado não é eficiente quando produz, diretamente, bens ou utilidades”.

pelas atividades financeiras e pelos mercados financeiros globais, desde a década de 1980, ensejou transformações no contexto das economias nacionais.⁹² Em razão da alta extensividade, intensividade e volatilidade das taxas de câmbio e de juros, bem como de outros preços de ativos financeiros, a política nacional macroeconômica dos países fica vulnerável às condições financeiras globais, de modo que os fluxos especulativos podem ter consequências rápidas e dramáticas no âmbito nacional. Por outro lado, as dificuldades enfrentadas por uma instituição ou setor em um país podem também apresentar repercussões na economia global.⁹³ O autor enfatiza a necessidade de desenvolver medidas para regular a volatilidade dos mercados financeiros internacionais e tornar mais transparente a contabilidade bancária e de outras instituições financeiras.

Mosquera (1999, p. 257) observa que o Brasil está se inserindo cada vez mais na economia mundial globalizada, na qual os mercados financeiros apresentam grande importância. Explica que nosso país desponta entre os países que recebem elevados capitais estrangeiros de curto, médio e longo prazo, o que faz com que internamente a economia se molde para incentivar referidos mercados, o que acaba despertando a necessidade do Direito de reger essas condutas para que o desenvolvimento equilibrado do país se concretize.

Bitencourt e Breda (2010, p. 311-312) destacam que para cumprir adequadamente suas funções, o Estado deve possuir uma economia estruturada, com um sistema financeiro regulado de forma transparente e devidamente fiscalizado, garantindo mais lealdade nas transações e propiciando maior segurança jurídica aos cidadãos. Esclarecem que se trata de uma exigência internacional, mais do que uma vontade do legislador ou discricionariedade do administrador, em razão da natureza transnacional dos investimentos e operações financeiras. A necessidade de segurança e transparência visa a igualar as oportunidades do mercado aos investidores, contribuindo para atrair capital interno e externo. O complexo normativo deve ser capaz de fornecer aos investidores posições equânimes, de modo que os riscos de ganho

⁹² No mesmo sentido, Oliveira Filho observa o seguinte: “Nos últimos anos, a legislação do mercado de capitais tem sido influenciada por fatores ligados ao aumento da competição e da globalização financeira, com maior intercâmbio entre intermediários financeiros, Bancos Centrais e investidores institucionais, e à contínua inovação tecnológica e maior complexidade dos produtos financeiros. Essas questões têm acelerado a necessidade de atualização de legisladores e reguladores no intuito de garantir maior segurança e transparência aos investidores. Sabe-se que maior transparência e regulação eficiente dos mercados implicam maior credibilidade e subsequente expansão do próprio mercado de capitais (Aggarwal 2003). Quanto maior a capacidade de um determinado país ou mercado em aprimorar sua legislação, maior a probabilidade da atração de capitais” (OLIVEIRA FILHO, 2007, p. 225).

⁹³ Held traz o seguinte exemplo: “O colapso da moeda tailandesa em 1997 contribuiu para quedas dramáticas nas cotações de moedas por todo o leste asiático e afetou as cotações em outros mercados emergentes. A rápida saída de capital de curto prazo dessas economias também afetou mercados de ações por todo o mundo. Devido à natureza volátil dos mercados financeiros e da difusão instantânea de informações sobre finanças entre os principais centros financeiros do mundo, surgiram riscos com implicações para todo o sistema financeiro global, os quais nenhum governo sozinho poderia debelar ou evitar” (HELD, 2007, p. 579).

ou perda do capital investido sejam igualmente compartilhados por todos. Para os autores, quanto maior a liberdade de acesso ao mercado de capitais, maior a necessidade de regulamentação das operações realizadas, o que significa proteger a lisura das operações, inclusive por meio da criação de ilícitos e sanções administrativas e, em determinadas hipóteses, requisitando-se o auxílio extraordinário das normas penais.

Resta saber, então, qual seria a definição mais adequada a ser atribuída ao instituto da regulação. Pinheiro e Saddi (2005, p. 254-255) entendem que a regulação econômica pode ser conceituada como “um conjunto de regras que limitam a liberdade de ação ou de escolha das empresas, dos profissionais liberais e/ou dos consumidores, e cuja aplicação é sustentada pelo poder de coerção que a sociedade concede ao Estado”. Também a definem como o conjunto de normas, regulamentos e procedimentos, a que o Estado recorre para alterar os incentivos e restrições com que operam os agentes econômicos, com o intuito de corrigir as deficiências decorrentes de falhas de mercado. Ressaltam, ainda, que os termos “regulação” e “regulamentação” possuem acepções diversas, pois enquanto a primeira é realizada em um plano mais elevado e geral de intervenção estatal, a segunda se refere ao detalhamento normativo dessa intervenção.

Historicamente, a regulação era vista como a substituição do mercado pelo comando estatal, como principal mecanismo para garantir um bom desempenho da economia. Atualmente, porém, percebe-se que a regulação funciona de maneira mais sutil, influenciando, mas dificilmente determinando o comportamento dos agentes econômicos. O desafio – ensinam os autores – está em utilizar a regulação para incentivar os agentes econômicos a tomar decisões que maximizem o bem-estar social, o que só pode ser feito, de maneira eficaz, por meio da adequação da lei. A partir disso, o Estado poderá corrigir as ineficiências geradas por falhas de mercado (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 255).

Desse modo, é possível inferir, num primeiro momento, que o Estado – por meio do Poder Executivo, Legislativo e Judiciário – possui papel extremamente relevante no contexto do desenvolvimento da economia do país, na medida em que orienta o comportamento dos agentes econômicos, ao criar ou aplicar regras que direta ou indiretamente exerçam influência sobre o mercado. Por meio da adequação da lei, é possível induzir os agentes econômicos a se comportarem de modo a favorecer o sistema como um todo, limitando, assim, as conseqüências decorrentes da busca individualista pelo lucro, e permitindo que um número maior de pessoas seja beneficiado com o exercício da atividade econômica.

Considerando-se que as falhas de mercado são variadas, uma mesma empresa pode estar sujeita a diversos regulamentos, ditados por diferentes entidades públicas. As normas

podem se referir à estrutura do setor, à sua conduta econômica e social, e à precisão das informações que a empresa dissemina sobre seus produtos e suas finanças. As empresas prestadoras de serviços públicos são, em regra, objeto de uma forte regulação que abrange desde o controle sobre os preços e a qualidade dos serviços, até a entrada de concorrentes no mesmo ramo de atividade. Em outros setores, por outro lado, a regulação é parcial, controlando-se informações mínimas dos produtos, mas concedendo certa margem de liberdade para o desenvolvimento espontâneo do mercado. Nas últimas décadas, as reformas realizadas visavam a substituir uma regulação impositiva, abrangente e de comando e controle, por outra mais informativa e parcial e menos intervencionista (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 255-6).

Segundo Pinheiro e Saddi (2005, p. 256), o Estado pode regular os agentes econômicos por inúmeros motivos. Dentre tais motivos, os economistas interessam-se pela regulação como um instrumento que pode aumentar a eficiência econômica, frente a uma situação em que o mercado funciona sem interferência. Teoricamente, sempre será possível ao Estado utilizar a regulação com esse fim, salvo em um mundo idealizado, em que não houvesse entre os agentes econômicos interações não intencionais e de comum acordo; em que a informação fosse total e igualmente disponível a todos; e em que houvesse um número grande de empresas competindo em semelhantes condições, em cada mercado, para vender a um número também elevado de consumidores parecidos.

Explicam os autores que quando uma dessas premissas não se verifica, o mercado deixa de ser eficiente e que, em geral, são três os tipos de ineficiência que podem ser observados quando surgem falhas de mercado: a ineficiência *alocativa*, a ineficiência *técnica* ou *produtiva*, e a ineficiência *dinâmica* (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 257).

A ineficiência *alocativa* configura-se quando os bens e serviços não são produzidos/consumidos nas quantidades ótimas – que maximizem o bem-estar social; a *técnica ou produtiva* verifica-se quando a produção não se dá ao menor custo possível; a *dinâmica* ocorre quando uma quantidade insuficiente de recursos é gasta na busca de inovações de produto e processo (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 257-8).

É evidente que, nessas hipóteses, a regulação, alterando a forma como funciona o mercado, emerge como instrumento hábil a produzir uma situação de maior bem-estar social do que se se deixasse o mercado funcionar sem interferência. Verifica-se, então, que exatamente nesse ponto se encontra a principal justificativa para a regulação do domínio econômico: tentar melhorar os resultados do mercado, corrigindo ou contrapondo-se aos efeitos das falhas nele constatadas. Por óbvio, a função, o tipo, o escopo e a forma da

regulação dependerão do tipo de falha a ser neutralizada e da natureza da ineficiência dela decorrente (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 258).

Em suma, as relações econômicas estão se tornando a cada dia mais complexas, principalmente após a globalização e os avanços tecnológicos. Essa complexidade exige, por conseguinte, um sistema econômico bem estruturado, o que só pode ser realizado por meio da intervenção estatal. A regulação pelo Estado torna o mercado mais seguro e transparente a todos, estimulando, assim, o investimento nacional e internacional. Sabe-se que os investimentos, principalmente no âmbito do mercado de capitais, envolvem altos riscos, que se não forem ao menos minimizados, afastarão investidores, o que não só impedirá o desenvolvimento da economia do país, como também contribuirá para enfraquecê-la.

Passa-se, então, ao estudo dos entes reguladores, que representam uma das formas encontradas pelo Estado para regular o mercado e corrigir suas falhas.

3.4.2 Entes reguladores

Com a Reforma Administrativa, introduziram-se no sistema brasileiro as chamadas agências reguladoras. No entanto, conforme mencionado no item anterior, a estrutura da regulação é mais antiga, pois surgiu com a criação do Banco Central do Brasil (Lei nº 4.595/1964), para atuar no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, e da Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385/1976), destinada a regular o mercado de capitais (FIGUEIREDO, 2010, p. 124-125). Em outras palavras, apenas o termo que foi utilizado para batizar essas autarquias é que é novo no Brasil, pois autarquias com funções reguladoras já existiam muito antes da Reforma Administrativa (BANDEIRA DE MELLO, 2004, p. 159).

3.4.2.1 Agências reguladoras

3.4.2.1.1 Histórico

Motta (2003, p. 6-7) ensina que a Reforma Administrativa do Estado brasileiro foi implantada durante o governo de Fernando Collor de Mello, por meio da Medida Provisória

nº 155, de 15 de março de 1990, transformada na Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990 (revogada, em 9 de setembro de 1997, pela Lei 9.491). Criou-se, a partir desse momento, o Programa Nacional de Desestatização, destinado a reordenar a posição estratégica do Estado no contexto econômico. Foram transferidas à iniciativa privada atividades que eram anteriormente exploradas pelo setor público. Buscou-se reduzir a dívida pública, saneando as finanças do setor público e, ao mesmo tempo, retomar investimentos nas atividades transferidas à iniciativa privada, modernizando o parque industrial do País. Possibilitou-se, ainda, que a Administração Pública concentrasse esforços naquelas atividades em que a presença do Estado fosse fundamental para a consecução das prioridades nacionais e o fortalecimento do mercado de capitais, por meio da ampliação da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrassem o referido Programa.

Entretanto, o afastamento do Estado das atividades econômicas tornou imprescindível a instituição de órgãos reguladores, para que pudesse intervir de forma eficiente no mercado. Inclusive, essa necessidade passou a constar no art. 21, XI, da CF, com a redação da EC nº 8/95, e no art. 177, § 2º, III, com a redação da EC nº 9/95. Foram então criadas, sob a forma de autarquias, as denominadas agências reguladoras, com típica função de controle (CARVALHO FILHO, p. 433).

Por meio dessa explicação histórica, é mais fácil compreender a razão pela qual é tão comum associar a criação das agências reguladoras com a orientação política e econômica implantada no Brasil a partir da década de 90, mais conhecida como neoliberalismo (ALEXANDRINO; PAULO, 2010, p. 159).

A partir de 1996, com a implementação das leis sobre a Reforma do Estado, foram efetivamente criadas, no Direito Brasileiro, as agências reguladoras. Com a Lei n. 9.427/1996, surgiu a ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica, para regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica em conformidade com as políticas e diretrizes do governo federal. Em 16 de julho de 1997, com a edição da Lei 9.472, foi criada a ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações, para tratar da organização dos serviços de telecomunicações. Em 6 de agosto de 1997, surgiu a ANP – Agência Nacional do Petróleo, criada pela Lei 9.478, com o escopo de promover a regulação, contratação e fiscalização das atividades econômicas integrantes da indústria do petróleo. Por meio da Lei 9.782/1999, foi criada a ANVISA – Agência Nacional de Vigilância Sanitária, destinada a promover a proteção da saúde da população, por meio do controle sanitários da comercialização e produção de produtos e serviços, dos ambientes, dos processos, dos

insumos e tecnologias a eles relacionados, controle de portos, aeroportos, fronteiras. A Lei 9.961/2000 criou a ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar, para atuar no âmbito da assistência suplementar à saúde. A Lei 9.984/2000 criou a ANA – Agência Nacional de Águas, com o fim de implementar a Política Nacional de Recursos Hídricos. Por fim, a Lei 10.233/2001 estabeleceu a ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres, a ANTAQ – Agência Nacional de Transportes Aquaviários e o DNIT – Departamento Nacional de Infra-Estrutura de Transportes (MOTTA, 2003, p. 7-11).

As agências receberam a incumbência de controlar a prestação de serviços públicos e o exercício de atividades econômicas, impondo-se, inclusive, sua adequação aos fins pretendidos pelo Governo e às estratégias econômicas e administrativas concernentes ao processo de desestatização (CARVALHO FILHO, p. 433-434).

3.4.2.1.2 A expressão “agências reguladoras”

A expressão “agências reguladoras” é muito criticada pela doutrina. Alexandrino e Paulo (2010, p. 161) explicam que o termo foi importado do direito norte-americano, que utiliza o termo *agencies*, muito embora as origens e o desenvolvimento da regulação econômica nos EUA tenham poucas características em comum em relação ao que se verifica no Brasil. Acrescentam que nosso modelo assemelha-se mais ao padrão europeu continental, em que a regulação estatal também foi ampliada como consequência da redução de seu papel de empresário e prestador de serviços. Os países europeus optaram por adotar a expressão “entes administrativos independentes”.⁹⁴

Além disso, a questão da nomenclatura também merece outra observação. Segundo Cuéllar (2008, p. 76-77), o nome utilizado, por si só, não é suficiente para determinar qual a natureza jurídica do ente, o que é definido pelo exame de suas particularidades normativas.

⁹⁴Marques Neto (2009, p. 53-55) tece as seguintes ponderações: “As agências foram introduzidas no direito brasileiro exatamente para desempenhar essa moderna regulação. A designação adotada, porém, não nos parece tenha sido das mais felizes. O termo *agências* foi, claramente, importado do direito americano. Duas inconveniências desaconselhariam a adoção do nome. A primeira inconveniência decorre do fato de que no direito americano o termo *agencies* é utilizado para designar o gênero órgãos públicos, envolvendo tanto aqueles órgãos que aqui se quis designar (as *independent regulatory agencies* ou *independent regulatory commission*) quanto outros órgãos não dotados das características de órgãos reguladores (o que lá nos EUA designam-se *executive agencies*). Assim, o primeiro problema decorreu da *indefinição terminológica ditada desde logo pela origem do nome*. A outra inconveniência se relaciona à dificuldade de encaixe do termo na tradição do direito brasileiro (...)”.

Conclui a doutrinadora que alguns entes denominados “agências” eventualmente não possuem natureza jurídica ou não desempenham as mesmas funções das agências reguladoras, o que ocorre, por exemplo, com a Agência Brasileira de Inteligência – ABIN, órgão criado para executar, coordenar, supervisionar e controlar as atividades de inteligência do país, que não visa, portanto, a regular atividade econômica desenvolvida por particulares.

Por outro lado, há outros entes, que não possuem o nome de agência, mas se enquadram em sua definição em razão das características que lhe foram atribuídas. É justamente o que ocorre com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), objeto de análise deste trabalho, que foi transformada em autoridade reguladora independente pela Medida Provisória nº 8, de 31.10.2001 (atual Lei nº 10.411/2002) (CUÉLLAR, 2008, p. 77).⁹⁵

3.4.2.1.3 Natureza jurídica

Bandeira de Mello (2004, p. 156) define as agências reguladoras como autarquias sob regime especial, criadas pela Reforma Administrativa com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e controlar algumas atividades. Explica que não há nenhuma lei que defina o que se deva entender por tal regime, mas a idéia é a de que desfrutariam de uma liberdade maior do que as demais autarquias.

Motta (2003, XXII) as conceitua como entes administrativos autárquicos, com personalidade jurídica de direito público interno, integrantes da Administração Pública indireta, dotados de ampla autonomia.

3.4.2.1.4 Características

Alexandrino e Paulo (2010, p. 165-166) explicam que as características essenciais das agências reguladoras – atribuições, prerrogativas, áreas de atuação, graus de intervenção – não

⁹⁵No mesmo sentido, Bandeira de Mello (2004, p. 158) destaca que: “há uma entidade cujas funções são de índole equivalente às das ‘agências reguladoras’ e à qual também veio a ser atribuído o qualificativo de autarquia ‘sob regime especial’, mas que não recebeu a designação de ‘agência’, pois foi mantido seu nome original: Comissão de Valores Mobiliários – CVM”.

são homogêneas, pois cada lei estabelece as especificidades da agência que institui, segundo as peculiaridades do setor em que atuará, bem como a orientação política, a forma e o nível de intervenção que se quer concretizar. Observam, porém, que há algumas características comuns à maior parte das agências: a) exercem função regulatória sobre determinado setor da atividade econômica; b) contam com instrumentos legais que asseguram razoável autonomia perante o Executivo; c) possuem amplo poder normativo quanto às áreas de sua competência; d) submetem-se a controle judicial e parlamentar; e) seus agentes são servidores públicos estatutários (Lei 10.871/2004, art. 3º e 6º; Lei 8.112/1990).

Motta (2003, p. XXII e 95-100) destaca que as agências reguladoras fazem parte da administração indireta e são criadas pelo Estado para atuar em seu nome. Exercem funções próprias do Estado e também funções específicas suas, delimitadas na legislação que as criou. Como são qualificadas como autarquias em regime especial, possuem competência mais ampla e maior autonomia em relação às demais autarquias.⁹⁶ Possuem patrimônio próprio e podem exercer, simultaneamente, as funções normativa, administrativa e jurisdicional.⁹⁷

Ressalte-se, por fim, que a nomeação dos dirigentes das agências é feita pelo Presidente da República, sob aprovação do Senado (BANDEIRA DE MELLO, 2004, p. 156).

3.4.2.1.5 Críticas

Motta (2003, p. 106) tece algumas críticas às agências reguladoras tal como se apresentam atualmente. Explica que enfrentam enormes dificuldades no mundo concreto, decorrentes, dentre outros fatores, da pouca preocupação com a eficiência material de seus institutos e com a efetivação dos direitos fundamentais da cidadania. Em que pese apresentarem, sob o ponto de vista formal, uma estruturação jurídica perfeita (critérios técnicos, decisões despolitizadas, busca de eficiência, livre competição, combate aos monopólios etc.), sob o ponto de vista formal, na maioria das vezes estão a serviço dos interesses econômicos dos investidores.

⁹⁶ Nos termos do Decreto Lei 200, de 25 de fevereiro de 1967, autarquia é “o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada”.

⁹⁷ Segundo Alexandrino e Paulo (p. 164): “as atividades desempenhadas pelas agências reguladoras envolvem exercício de poder de polícia, incluída a aplicação de sanções, envolvem função normativa, solução de conflitos, em suma, correspondem àquilo que se costuma denominar atividades típicas ou exclusivas de Estado (...)”.

3.4.2.2 Outros entes reguladores

Conforme já mencionado, a atividade regulatória não é exclusiva das agências reguladoras. Existem outras entidades reguladoras, que não são totalmente independentes, e que não podem ser consideradas agências reguladoras, mas apenas entes reguladores. A doutrina cita, como exemplos, o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional, responsáveis por regular o Sistema Financeiro Nacional. A CVM, antes de sua transformação em agência reguladora independente,⁹⁸ inseria-se nesse contexto (CUÉLLAR, 2008, p. 77).

O Banco Central do Brasil foi criado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, ou seja, no regime militar, para exercer as seguintes atribuições: executar a política financeira do governo; emitir papel-moeda; autorizar o funcionamento de instituições financeiras e fiscalizar suas operações de acordo com a legislação; receber depósitos do sistema financeiro nacional; realizar operações de compra e venda de títulos públicos federais, de empresas de economia mista ou estatais; custodiar e administrar as reservas nacionais em ouro e moedas estrangeiras; controlar o crédito e o capital estrangeiros; e representar o governo brasileiro perante os organismos financeiros internacionais (MOTTA, 2003, p. 12).

O Conselho Monetário Nacional foi criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, com o intuito principal de regular as instituições financeiras do país. O art. 3º da referida lei elencou os seguintes objetivos, dentre outros: I - adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento; II - regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais; III - regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do país, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; IV - orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas, tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do país, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; V -

⁹⁸ Ressalte-se que ainda há doutrinadores que não enquadram a CVM como agência reguladora independente. Para Aragão (2009, p. 300-304), o CMN, o BACEN e a CVM são agências, exigem formação técnica dos seus dirigentes e suas decisões são colegiadas, mas não podem ser considerados agências reguladoras independentes. Explica que o importante reforço que foi dado à CVM com o advento da Lei nº 10.303/01, da Medida Provisória nº 08/01 e do Decreto nº 3995/01, que determinaram a nomeação de seus agentes por prazo determinado e vedaram a exoneração *ad nutum*, embora tenha representado um reforço à sua autonomia orgânica, não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora independente, tendo em vista que em face de suas decisões sancionatórias permanece cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, que se trata de órgão integrante do Ministério da Fazenda (art. 11, § 4º da Lei 6385/76).

propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; VI - zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; VII - coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa (MOTTA, 2003, p. 12).

O artigo 4º da referida lei elenca atribuições privativas do CMN, tais como: autorizar as emissões de papel-moeda e estabelecer condições para que o Banco Central os emita de curso forçado; aprovar os orçamentos monetários preparados para o Banco central, determinar as características gerais das cédulas e moedas, fixar diretrizes e normas de política cambial; disciplinar o crédito e operações creditícias em todas as suas modalidades; coordenar a política prevista no art. 3º da Lei; regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização dos que exercem atividades monetárias; limitar as taxas de juro, descontos, comissões e qualquer forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros, inclusive os prestados pelo Banco Central etc. (MOTTA, p. 12).

Além disso, a atividade regulatória também é exercida pela Administração Direta do Poder Executivo e pelo Poder Legislativo (ALEXANDRINO; PAULO, 2010, p. 161).

Passa-se, na sequência, a analisar especificamente o tema da regulação do mercado de capitais.

3.4.3 A regulação do mercado de capitais

O Sistema Financeiro subdivide-se em: mercado de crédito, mercado monetário, mercado cambial e mercado de capitais. No mercado de capitais, também conhecido como mercado de valores mobiliários, realizam-se operações que visam, essencialmente, a canalizar recursos para as empresas emissoras, que geralmente são sociedades anônimas abertas, por meio da emissão pública de valores mobiliários. O retorno dos investimentos, em regra, relaciona-se com a lucratividade da companhia emissora (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 7-8).

Para melhor compreender o que foi acima afirmado, convém tecer breves considerações acerca da sociedade anônima, que de acordo com Coelho (2003, p. 63), “é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados *acionistas*, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem”. Explica o autor que nas sociedades anônimas, ao contrário do que ocorre nas limitadas, é usual a figura do sócio que não tem interesse na empresa em si,

mas exclusivamente nos resultados econômicos que ela pode gerar. O capital social da sociedade anônima é fracionado em ações, ou seja, é representado pelo conjunto desses valores mobiliários emitidos pela companhia, os quais lhe servem como instrumento de captação de recursos e, para quem os titulariza, como uma alternativa de investimento (COELHO, 2003, p. 63-66).

As sociedades anônimas classificam-se em abertas e fechadas. De acordo com o art. 4º da LSA, “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”. Explica Coelho (2003, p. 66-69) que o regime jurídico da companhia aberta está voltado a atender as necessidades dos grandes empreendimentos de captar consideráveis aportes de capital e de mobilizar disponibilidades econômicas de muitas pessoas ao mesmo tempo. As sociedades só podem ser abertas mediante prévia autorização do governo, por meio da Comissão de Valores Mobiliários.

Segundo Cateb (2008, p. 263), a sociedade anônima é um dos institutos jurídicos em que mais se percebe o interesse privado, tendo em vista que não se trata de mera organização jurídica de um tipo societário, mas da forma mais eficiente de aproximar o capital dos meios de produção, regulando direitos e obrigações das partes envolvidas. Por tal razão, entende que submeter aspectos da Lei de Sociedades Anônimas à análise econômica do direito parece lógico e irremediável. Acrescenta, ainda, que é possível interpretar a lei de S/A por meio da análise econômica do direito pelo fato de que o pressuposto da sociedade anônima é o de aproximar investidor e produção, facilitando a aplicação de recursos na atividade econômica, conferindo ao investidor proteção e segurança, possibilitando, assim, que a aplicação em ações seja uma alternativa à manutenção de recursos financeiros em simples depósitos bancários.

É no mercado de capitais que se desenvolvem as operações de compra e venda de valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas abertas (COELHO, 2003, p. 69). Figueiredo (2010, p. 326) ensina que o mercado de capitais é aquele que se caracteriza pela intermediação de recursos para operações de longo prazo, ou de prazo determinado, por meio da emissão de valores mobiliários, com o intuito de captar recursos para financiamento da exploração do objeto social da empresa e alongar o perfil da dívida de uma empresa, alterando dívidas de vencimento em curto prazo para dívidas de vencimento a médio e longo prazo.

De acordo com artigo publicado no sítio eletrônico da CVM, intitulado ‘A CVM’ (2009, p. 6), a principal função do mercado de capitais na economia é o atendimento às necessidades de financiamento de médio e longo prazos por parte das empresas. Trata-se de

uma fonte de recursos hábil a financiar projetos de expansão ou aperfeiçoamento tecnológico das empresas, tendo em vista que é capaz de reunir condições para oferecer um volume adequado de recursos a custos satisfatórios, por meio de instrumentos atraentes aos investidores em termos de retorno, prazo, liquidez, garantia. O mercado de capitais, desse modo, estimula a poupança e o investimento e é essencial para o crescimento das economias modernas.

No mesmo sentido, Kümpel (2007, p. 35-36) destaca que o mercado de capitais deve assegurar que os escassos recursos de capitais em busca de investimentos fluam preferencialmente para onde a respectiva demanda mais urgente por meios de investimento prenuncie o maior rendimento com suficiente segurança, razão pela qual a função desse mercado é muito significativa para uma economia de mercado. Ressalta ainda que isso só é possível se a confiança dos potenciais investidores for constantemente fortalecida.

Mosquera (1999, p. 263-271) cita alguns princípios que regem o Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, dentre os quais se destacam o Princípio da Proteção da Mobilização da Poupança Nacional, Princípio da Proteção da Economia Popular e Princípio da Proteção da Transparência de Informações.

Quanto ao primeiro, Princípio da Proteção da Mobilização da Poupança Nacional, explica que o mercado financeiro e de capitais cumpre a função de efetivar a mobilização da poupança nacional, incentivando e intensificando o fluxo de capitais na comunidade, de modo que o conjunto de normas jurídicas que o regulamentam deve justamente atender a tal finalidade. Cita o art. 192 da Constituição Federal, que estabelece que o Sistema Financeiro Nacional deve ser “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem (...)” (MOSQUERA, 1999, p. 263-265).

Em relação ao Princípio da Proteção da Economia Popular, entende o autor que se trata de pedra basilar do direito do mercado financeiro e de capitais, na medida em que sem ele, a mobilização da poupança nacional não se realiza, o que, por conseguinte, acarreta a não consecução das determinações do art. 192 da CF, referentes ao alcance do desenvolvimento equilibrado do país e da prestação de serviços à coletividade nacional. De acordo com esse princípio, deve-se evitar, ao máximo, o descumprimento de obrigações, pois ocasiona a quebra do fluxo de capitais entre detentor e tomador de recursos e pode ensejar o colapso da economia (MOSQUERA, 1999, p. 265-266).

Por fim, quanto ao Princípio da Proteção da Transparência de Informações, ensina o autor que se destina a assegurar a igualdade de informações públicas aos participantes

envolvidos: “A companhia não poderá privilegiar alguns investidores com informações que deveriam ser públicas, em detrimento de outros”. Os investidores têm o direito de participar dos aludidos mercados de forma paritária (MOSQUERA, 1999, p. 269-270).

No Brasil, ainda é baixa a percentagem da população que investe no mercado de capitais, comparativamente com países como os Estados Unidos da América. Essa constatação possui uma explicação histórica, além de determinantes culturais, econômicas, políticas e impasses éticos e jurídicos (PROENÇA, 2005, p. 87).

Proença (2005, p. 84) explica que o empresariado brasileiro possui um perfil cultural peculiar, decorrente do fato de que as empresas brasileiras tiveram origem familiar, modo pelo qual, inclusive, muitas delas ainda são administradas. Explica o autor que a tradição latina e o ideário da religião católica traçaram a regra da preservação da família e do seu patrimônio - o que significa que ao acionista minoritário foi reservado o papel de intruso - e atribuíram à abertura do capital a desvantagem incômoda da prestação de contas ao mercado e à imprensa.

Em matéria intitulada “História do Mercado de Capitais no Brasil”, veiculada no Portal do Investidor, do sítio eletrônico da CVM, ensina-se que antes da década de 60 (sessenta), os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), mas essa situação começou a se modificar quando o governo de 1964 iniciou um programa de grandes reformas da economia nacional, dentre as quais teve destaque a reestruturação do mercado financeiro, por meio da edição de diversas novas leis, tais como a Lei nº 4.537/1964, a 4.595/1964 e por fim a 4.728/1965, que disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento. No entanto, em razão dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores, sem o correspondente aumento de novas emissões de ações pela empresa, o que desencadeou o “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro. Muitos investidores começaram a vender suas posições para realizar lucro, o que deixou o mercado abatido durante vários anos. A recuperação das cotações só voltou a ocorrer a partir de 1975, em razão de incentivos do Governo. Assim, em 1976, foram introduzidas a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976 – a qual criou a CVM para regular o mercado de capitais. Não obstante, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado.⁹⁹

⁹⁹ Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliários/HistóriadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>. Acesso em: 10 de outubro de 2010.

Explica-se,¹⁰⁰ ainda, que a partir de 1990, houve a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, o que ensejou o aumento do volume de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro.¹⁰¹ Algumas empresas brasileiras também passaram a lançar valores mobiliários no exterior, onde foram obrigadas a seguir diversas regras específicas, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações (princípios de governança corporativa), ou seja, passaram a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, o que acabou influenciando seu comportamento no âmbito nacional. Entretanto, em razão da falta de proteção ao acionista minoritário e das incertezas concernentes às aplicações financeiras, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados. Havia falta de transparência na gestão e ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias, o que interferia na percepção dos riscos e, por conseguinte, aumentava os custos de transação.¹⁰² Com o intuito de tentar revitalizar o mercado de capitais, foram criadas a Lei nº 10.303/2001 e o Novo Mercado.¹⁰³

São problemas como a aversão ao risco e os custos de obter informações que mais afastam investidores do mercado de capitais.¹⁰⁴ Além disso, Proença (2005, p. 87) explica que

¹⁰⁰ Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliários/HistóriadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>. Acesso em: 10 de outubro de 2010.

¹⁰¹ De acordo com Proença (2005, p. 80), “no início dos anos 90, em razão da abertura do nosso mercado de capitais ao investidor estrangeiro, surgiu um grande otimismo entre os profissionais da área. Ampliação dos negócios, maior profissionalização, maior número de corretoras (inclusive as estrangeiras), crescimento das novas emissões, melhora do nível de governança corporativa, avanços do ambiente regulatório e o desenvolvimento dos mercados de derivativos eram algumas das principais expectativas, e parte delas se confirmaram, mormente após a estabilização da moeda em 1994”.

¹⁰² Explica Proença (2005, p. 80) que “o cenário, porém, nunca foi estruturalmente positivo, sequer alicerçado em bases consistentes. Mesmo a legislação societária, na parte protetória dos investidores, sofreu um forte golpe no início das privatizações, ora recuperado com o advento da Lei 10.303, que reformou, em parte, a LSA”.

¹⁰³ “É nesse cenário que a Bovespa cria o Novo Mercado como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Níveis I e II, que, juntos com o Novo Mercado, estabelecem regras que envolvem melhorias na divulgação de informações, nos direitos dos acionistas e na governança das companhias”. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acadêmico/EntendendooMercadodeValoresMobiliários/HistóriadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>. Acesso em: 10 de outubro de 2010.

¹⁰⁴ Yazbek (2009, P. 192) leciona que “A segunda modalidade de falha de mercado justificadora, tradicionalmente, da regulação financeira, é a das assimetrias informacionais existentes em muitas das relações financeiras. (...) Assim, os clientes dos bancos não dispõem de informações acerca das atividades e do nível de endividamento destes; os clientes das corretoras não têm como monitorar a atuação destas nos ambientes de negociação ou a situação de suas contas de custódia; os detentores de quotas de fundos de investimentos não teriam como avaliar as opções de investimento adotadas pelos administradores ou mesmo a atuação destes administradores; os segurados não conseguem monitorar as reservas das sociedades seguradoras etc. Da mesma forma, também há assimetrias nas relações entre instituições financeiras, dificultando a avaliação dos riscos a que elas se expõem quando operam entre si, na maior parte desses casos, sendo as relações eminentemente fiduciárias, configuram-se relações de *agency* entre os envolvidos (Köndgen, 1998, p. 118). Daí podem advir aquelas situações de *moral hazard*, em que o agente mais informado se beneficia da hipossuficiência dos demais e, já em um outro plano, também mecanismos de seleção adversa, tendo em vista a generalizada perda de confiança nos mecanismos de mercado”.

apesar da boa rentabilidade das aplicações em títulos públicos, a descrença nas instituições públicas desestimula o investidor. Menciona o autor, ainda, a constante volatilidade, exacerbada por crises internacionais e por elevadas taxas de juros, a má governança corporativa e a desconfiança quanto à efetiva punição dos manipuladores ou fraudadores do mercado como determinantes que têm influenciado negativamente o mercado de capitais brasileiro.

Na atualidade, para o crescimento eficiente, não se pode mais contar com o aumento do investimento público ou com a entrada de capital externo no país, pelo que se vislumbra a necessidade de estimular a poupança e o investimento privados, o que só é possível em um sistema financeiro e um mercado acionário desenvolvidos (RIBEIRO, 2007, p. 36). Menciona a doutrina que há indicações empíricas de que o mercado de capitais causa um impacto positivo sobre a criação de empresas, o que se interpreta como um estímulo à criação de novos empreendimentos (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 4).

A partir de estudos estatísticos realizados em diversos países, constatou-se que naqueles que possuem sistemas financeiros mais desenvolvidos, observam-se taxas mais altas de crescimento econômico (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 3). Isso significa que o fortalecimento da regulação no âmbito do mercado de capitais, principalmente nos dias de hoje, em que a globalização e a evolução das tecnologias tornaram a economia mais complexa, é fator essencial para a estabilidade do mercado e para o desenvolvimento econômico do país. Ao estabelecer as “regras do jogo”, a regulação torna o sistema mais confiável, aumentando a segurança dos investidores, que se sentem mais incentivados a participar da compra e venda de valores mobiliários, além de reduzir os seus custos de transação e de informação.¹⁰⁵ Esse incentivo acarreta, portanto, um aumento do capital circulando no mercado, o que interfere no crescimento econômico das empresas que dele participam.¹⁰⁶

No contexto do mercado de capitais, o escopo principal da regulação é, então, a

¹⁰⁵ Segundo Ribeiro (2007, p. 38), “Os pequenos acionistas, entretanto, extraem pequeno rendimento de suas posições nas empresas das quais são sócios. Se os custos para a proteção dos seus direitos forem grandes, se não existir uma garantia dos contratos e de seus direitos de propriedade e se as empresas não divulgarem informações adequadas, esses investidores destinarão suas poupanças a investimentos mais seguros. A preocupação é maior diante da possibilidade de comportamento oportunista por parte do grupo controlador de uma empresa, que pode tomar decisões em proveito próprio e em detrimento dos minoritários”.

¹⁰⁶ De acordo com Eizirik *et. al.* (2008, p. 4), “O sistema financeiro pode influenciar o processo de formação de capital, e, por conseqüência, o desenvolvimento econômico do país, de dois modos: 1. Contribuindo para a expansão do volume total de poupança do país, na medida em que a intermediação financeira pode criar para o público instrumentos de poupança atraentes com respeito a prazo e liquidez; 2. tornando mais eficiente a transformação dos fundos poupados em capital produtivo, o que se dá: por uma alocação mais eficiente do total da riqueza através de mudanças na sua composição e propriedade, ocasionando um fortalecimento da produtividade do estoque existente de capitais; pelo incentivo a uma alocação mais eficiente dos novos investimentos, permitindo a transferência de recursos para os setores produtivos nos quais exista grande capacidade empresarial (...)”.

proteção aos investidores. Elencam-se, além desse, os seguintes objetivos: “eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; impedir a criação de situações de conflitos de interesse” (EIZIRIK, *et. al.*, 2008, p. 18).

Entende-se que a regulação deve “promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, custódia, compensação e liquidação das operações”, ou seja, os investidores precisam estar seguros de que as instituições apresentam integridade financeira e de que as informações prestadas são verazes e fidedignas (EIZIRIK, *et. al.*, 2008, p. 18-19).

O mercado de capitais caracteriza-se principalmente por ser um mercado de riscos. A regulação, muito embora não os elimine, tem o poder de reduzir determinados riscos, ao interferir, por exemplo, na prevenção e repressão dos comportamentos ilícitos, ao obrigar os emissores de valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes e ao vedar a utilização de informações privilegiadas e outras práticas fraudulentas ou de manipulação do mercado (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 19).

Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 19-20), a proteção aos investidores concretiza-se por meio da elaboração de normas que regulam a conduta das empresas emissoras de valores mobiliários e dos intermediários financeiros. Quanto aos emissores, o enfoque da regulação está na exigência de prestação ampla de informações necessárias à avaliação dos títulos ofertados e na coibição de comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores. Em relação aos intermediários, as normas visam a coibir práticas de manipulação do mercado, eliminar conflitos de interesses, impedir a discriminação dos clientes, dentre outras.

Conforme mencionado, outro objetivo da regulação é o de propiciar o funcionamento eficiente do mercado. Estudos têm demonstrado que nos mercados regulados, existe uma exigência de prestação de um volume maior de informações do que os emissores apresentariam em um mercado não regulado, o que oportuniza uma tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 20).

Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 20),

Tendo em vista aumentar a competição, tornando o mercado mais eficiente, entende-se que os objetivos econômicos da regulação devem ser os de promover maior eficiência:

a) na determinação das cotações dos valores mobiliários, eficiência nesse contexto significando a capacidade de reação das cotações às novas informações;

quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo o ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente nas informações publicamente disponíveis;

b) na alocação dos recursos, de sorte que os investidores, com base nas informações disponíveis, apliquem suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis;

c) nas operações entre os investidores, reduzindo tanto quanto possível os custos de transação, que são aqueles incorridos na realização dos negócios e que compreendem: os de busca de informações sobre os ativos, os preços e os potenciais compradores; os de negociação entre compradores e vendedores; os de realização de contratos e de sua correta aplicação.

Explicam os autores que os dois primeiros objetivos enumerados são atingidos por meio de uma legislação de *disclosure*, que consagre o princípio da ampla transparência das informações e promova a repressão ao *insider trading*, enquanto o terceiro é obtido pela regulação da conduta de intermediários financeiros e pela promoção de índices crescentes de competição no mercado (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 21).¹⁰⁷

A regulação também visa a evitar conflitos de interesse, ou seja, situações em que os intermediários e os controladores ou administradores de emissoras tenham interesses potencialmente contrários aos de seus clientes ou acionistas minoritários, o que se verifica quando, por exemplo, os controladores ou administradores contratam negócios em benefício próprio ou de outras companhias nas quais também atuam (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 21-22).

O papel das instituições, muito estudado pelos teóricos da Análise Econômica do Direito, ganha especial destaque no contexto da regulação do mercado de capitais. As instituições direcionam os comportamentos dos agentes econômicos, que devem se comportar conforme as regras por elas preestabelecidas. Estudos demonstram que países com instituições fortes, que prevêem regras claras, apresentam maiores índices de crescimento econômico e maiores taxas de investimento interno e externo. Por outro lado, a rigidez institucional dificulta o crescimento econômico (RIBEIRO, 2007, p. 37).

Ribeiro (2007, p. 37) explica que as instituições responsáveis por regular o mercado de capitais, que se preocupam com a proteção ao investidor, devem se aperfeiçoar para garantir que o país acompanhe a evolução dos mercados globais.

¹⁰⁷ Kümpel (2007, p. 25-26) analisando o contexto europeu de regulação do mercado de capitais, assevera que “a eficiência institucional do Mercado de Capitais requer condições jurídicas básicas que preservem e, se possível, incrementem a confiança dos investidores na transparência, estabilidade, justiça e integridade dos segmentos de mercado. No intuito de assegurar essa proteção da confiança, o legislador europeu publicou em 1988 a Diretiva sobre Transparência e, um ano mais tarde, a Diretiva sobre as operações de *insider*. No ano de 1993, seguiu-se a publicação da Diretiva de Serviços de Investimento. Obedecendo a esses comandos do legislador europeu, o legislador alemão publicou a Lei da Negociação de Valores Mobiliários (*Wertpapierhandelsgesetz – WpHG*) no ano de 1994. Esta lei confere prioridade (1) ao dever de igual tratamento decorrente do direito das informações privilegiadas, (2) à maior transparência da estrutura acionária e (3) às regras de conduta para os bancos como intermediários de mercado de seus clientes”.

Feita essa breve abordagem acerca da regulação do mercado de capitais, passa-se à análise da atuação da Comissão de Valores Mobiliários, instituição responsável pela regulação do mercado de capitais. Pretende-se verificar a forma como a referida instituição cumpre seu papel regulador, seja na prevenção, seja na repressão das condutas praticadas no contexto do mercado de valores mobiliários.

4 O PAPEL DA CVM NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS QUANTO À CONSAGRAÇÃO DO PRINCÍPIO DA “FULL DISCLOSURE”

4.1 A CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

De acordo com os estudos acima realizados acerca da Análise Econômica do Direito, constatou-se que o mercado não funciona de maneira perfeita, ou seja, apresenta falhas, as quais prejudicam o desenvolvimento da economia. Uma dessas falhas é justamente a existência de assimetria de informações entre os agentes econômicos, caracterizada, entre outras situações, quando uma das partes possui mais informações do que a outra no momento da negociação. É o que se verifica, por exemplo, no âmbito do mercado de capitais, em que a companhia emissora das ações possui mais informações sobre a liquidez do título do que os investidores interessados em comprá-lo. Quando as informações são assimétricas, o mercado falha e deixa de promover a maximização do bem-estar social.

Isso significa que o mercado, por si só, não consegue atingir o máximo de eficiência, razão pela qual necessita da intervenção estatal no domínio econômico. Uma das soluções encontradas para corrigir as falhas de mercado consiste no aperfeiçoamento do marco regulatório, que contribui, ainda, para o aumento do grau de segurança e previsibilidade e, por conseguinte, para a redução dos custos de transação, facilitando as contratações.

A regulação do mercado, que, como visto, também é objeto de estudo da Análise Econômica do Direito,¹⁰⁸ pode se concretizar por meio da atuação dos entes reguladores e das agências reguladoras. Os estudiosos da teoria entendem que a existência de instituições fortes e respeitadas representa um fator essencial para o desenvolvimento econômico, na medida em que exercem papel fundamental na organização da atividade econômica. É nesse contexto que

¹⁰⁸ Ensina Cateb (2008, p. 265) que “Se para a empresa a busca pelo lucro é uma das principais razões de sua existência, também para o investidor o retorno do investimento, na forma de participação em lucros maiores, justifica e incentiva a criação e aplicação da lei de forma mais eficiente, economicamente considerada. Trata-se da utilização da chamada teoria dos custos de transação, conceito fundamental da chamada Teoria Neo-Institucionalista, na idealização e aplicação da lei. Custos de transação são os custos de realização e cumprimento de transações ou trocas de utilidade. Ou seja, na realização de qualquer negócio jurídico, os agentes considerarão os custos embutidos naquele negócio para parametrizar suas ações em busca de um melhor e mais eficiente resultado econômico. Logicamente, os custos são considerados em função de um determinado panorama jurídico e social. se o investidor busca maiores lucros ao investir em determinada companhia, tomando em consideração sua forma de atuação no mercado, a exigência de outra conduta diversa daquela anteriormente esperada geraria maiores custos e, conseqüentemente, menores lucros? Essa é, basicamente, a aplicação do chamado Teorema de Coase, expressão cunhada por George J. Stigler em sua obra *The Theory of price*, a partir da análise do célebre *paper* de Ronald Coase, “*The problem of social cost*”, inicialmente publicado em *The Journal of Law and Economics*, em 1960”.

se busca analisar a atuação da Comissão de Valores Mobiliários, instituição responsável pela regulação do mercado de capitais.¹⁰⁹

Cateb (2008, p. 268-271) corrobora as afirmações que foram acima expostas. Assevera que um aspecto que ilustra como o direito e a economia podem interagir diz respeito à atuação da Comissão de Valores Mobiliários, especialmente no que tange ao papel dos custos de transação nas ações dentro da empresa e em relação ao mercado. Destaca o autor que a obtenção de informações relevantes para minimizar a assimetria entre as partes constitui custo diretamente proporcional à posição e informação de cada parte na relação, de modo que, quanto maior a assimetria informacional, maiores os custos envolvidos na transação, seja para equilibrá-la, seja para nivelar o conhecimento das partes em relação aos demais. Enfatiza, ainda, que as instituições possuem papel relevante para equilibrar as relações negociais, atuando de forma a reduzir esses custos de transação. Quanto à CVM, assevera que tem o papel principal de atuar na prevenção de litígios, ou seja, expedir normas, com finalidade preventiva.

É importante verificar, na seqüência, a forma como a Comissão de Valores Mobiliários, na qualidade de instituição estatal, tem desempenhado sua função primordial, que é a de regular o mercado de capitais e proteger os investidores, propiciando-lhes maior segurança jurídica e tornando o mercado mais confiável.¹¹⁰ Dentro desse contexto, é preciso averiguar como a CVM tem atuado na prevenção de conflitos – principalmente sob o enfoque da regulamentação e da fiscalização do fornecimento de informações aos investidores, tornando o mercado mais transparente – e na punição das companhias no que tange às condutas praticadas no âmbito do mercado de capitais e que prejudiquem investidores, direta

¹⁰⁹ A própria CVM produziu um *paper* expondo os fundamentos básicos para a regulação do mercado de valores mobiliários. É válido reproduzir alguns de seus trechos (TANURE, 2005, p. 17): “(...) A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz à aceitação dos instrumentos de mercado. (...) A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. (...) Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas como um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade como na economia, a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los. Dentro desse contexto, é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo (...). A CVM, obedecendo aos postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado (Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1979, *apud* TANURE, 2005, p. 11).

¹¹⁰ De acordo com Eizirik *et. al.* (2008, introdução), o ambiente institucional e legal contribui para o crescimento do mercado de capitais. Além disso, a atuação da CVM, responsável pela regulação do mercado, tem sido decisiva para a manutenção de níveis razoáveis de confiabilidade nas instituições.

ou indiretamente.

Proceder-se-á, a partir deste momento, ao estudo do histórico, da natureza jurídica, da competência, dos objetivos e das atribuições da CVM, para, na sequência, delimitar o enfoque em sua atuação na regulação do dever de informação e transparência – *full disclosure*. Em outras palavras, verificar-se-á a forma como a CVM elabora suas normas, registra dados, fiscaliza o dever de informação e sanciona administrativamente quem não cumpre tal dever.¹¹¹ Observe-se que o estudo acerca da eficiência ou não da atuação da CVM em tal contexto não será realizada nessa oportunidade, pois se pretende aprofundar o tema em futura tese de doutorado.

4.2 BREVES NOÇÕES SOBRE A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A estruturação do Sistema Financeiro Nacional surgiu com a edição das Leis 4.595/1964, 4.728/1965, 6.385/1976 e 6.404/1976. A Lei 4.595/1964, denominada Lei da Reforma Bancária, criou o Banco Central do Brasil (BACEN). A Lei 4.728/1965, Lei do Mercado de Capitais, destinou-se a complementar a Lei 4.595/1964, com o intuito de reorganizar e disciplinar o mercado de capitais. Em 1976 foram editadas as Leis 6.404/1976, denominada Lei das Sociedades por Ações, e 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários, com o intuito de regular e julgar, administrativamente, as operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários, o que antes era incumbência do BACEN (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 243).

Em 1997, foi promulgada a Lei 9.457/1997, que promoveu algumas alterações na Lei 6.385/1976, ampliando o poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários na punição das condutas verificadas no contexto do mercado de capitais. Em 2001, novas alterações foram realizadas na Lei 6.385/1976, por meio da criação da Lei 10.303/2001, da Medida Provisória 08 – que se converteu na Lei 10.411/2002 – e do Decreto 3.995/2001, os quais incluíram novos títulos e contratos no conceito de valores mobiliários, ampliaram a competência da Comissão de Valores Mobiliários, alteraram procedimentos administrativos e modificaram sua estrutura (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 244).

¹¹¹ Como visto, ‘a regulação de determinado mercado compreende as atividades de elaboração de normas legais ou regulatórias, do registro e da fiscalização das entidades que atuam no mercado, bem como da aplicação de tais normas, que pode resultar em sanções administrativas, após o competente processo sancionador’.

O art. 5º da Lei 6.385/76, com a redação dada pela Lei 10.411/2002, preceitua que a Comissão de Valores Mobiliários é entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, que se caracteriza por possuir personalidade jurídica e patrimônio próprios, autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Conforme já mencionado anteriormente, em razão da redação imposta pela Lei 10.411/2002, que conferiu amplo grau de independência à Comissão de Valores Mobiliários, grande parte da doutrina passou a sustentar que esta adquiriu, a partir de então, o *status* de agência reguladora independente¹¹² (LEMOS, 2005, p. 05), o que se reputa pertinente e correto. Desse modo, as características que foram expostas, no capítulo anterior, acerca das agências reguladoras, aplicam-se à Comissão de Valores Mobiliários, em maior ou menor grau.

Eizirik *et. al.* (2008, p. 246-247) ensinam que por se tratar de autarquia federal, a Advocacia Geral da União (AGU) presta à CVM orientações e defesa jurídica por meio da Procuradoria Federal Especializada, a quem cabe: representar a CVM judicial e extrajudicialmente; prestar consultoria e assessoramento jurídico a seus órgãos; apurar a liquidez e certeza dos créditos inerentes às atividades da entidade, inscrevendo-os em dívida ativa para cobrança.

4.3 COMPETÊNCIA E OBJETIVOS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão de Valores Mobiliários visa a promover a regulamentação, desenvolvimento, controle e fiscalização do mercado de valores mobiliários do país (FIGUEIREDO, 2010, p. 290). O exercício da atividade regulatória da CVM objetiva a

¹¹² Eizirik *et. al.* (2008, p. 245) mencionam: “Conceitua-se como agência reguladora independente a autarquia dotada de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um Colegiado em que seus membros são nomeados pelo Presidente da República e detêm mandato por tempo determinado. De acordo com o art. 3º, da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, disciplinada pelo recém-editado Decreto nº 6.382/2008, a CVM é, atualmente, dirigida por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores, todos eles nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados em sabatina pelo Senado Federal, dentre pessoas de reputação ilibada e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. O mandato do Presidente e dos Diretores é de cinco anos, sendo vedada a sua recondução. Um quinto de seus membros deve ser renovado anualmente. A perda de mandato só poderá ocorrer nos casos de (i) renúncia; (ii) condenação judicial transitada em julgado ou (iii) processo administrativo disciplinar a ser instaurado pelo Ministério da Fazenda. Assim sendo, diversamente dos órgãos vinculados ao Poder Executivo, os dirigentes da Comissão não são demissíveis *ad nutum*. Esse modelo de composição do Colegiado segue aquele das demais agências reguladoras brasileiras, de forma a atribuir maior independência e estabilidade às entidades, visando evitar possíveis interferências do Poder Executivo e do setor econômico regulado”.

manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições que considera fundamentais para o desenvolvimento desse mercado. Em artigo publicado no sítio eletrônico da CVM, esta instituição sintetizou quais são os fundamentos da atividade regulatória. São eles: interesse público, confiabilidade, eficiência do mercado, competitividade, mercado livre e proteção ao investidor (CVM, 2009, p. 13-14).¹¹³

Tais fundamentos fazem parte de sua política de regulação. Segundo Cantidiano (2007, p. 217-218), a CVM optou por um modelo baseado na livre iniciativa e na economia de mercado, o que significa que aceita os instrumentos de mercado, mas ao mesmo tempo reconhece a presença de algumas ineficiências em seu funcionamento e de certos conflitos de interesses, incumbindo à autarquia eliminar, minimizar ou harmonizar referidos conflitos. Explica o autor que a tarefa principal do órgão regulador do mercado de capitais é a de resguardar a confiabilidade dos investidores, pressupondo-se que a atração e permanência desse público investidor garantirão um crescente volume de recursos ao mercado. Para manter essa confiabilidade e atrair mais investidores, a CVM deve assegurar tratamento equitativo a todos os participantes, especialmente ao investidor individual, garantindo que seus riscos fiquem limitados aos investimentos que realizou (o que não se confunde com o risco inerente

¹¹³ “Essa regulação leva em conta os seguintes fundamentos: I) interesse público – A CVM entende que a transferência de recursos entre os investidores e agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, que exerceu opção clara pelo modelo capitalista, baseado na livre iniciativa e na economia de mercado. É através desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários; II) Confiabilidade – a existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus diversos protagonistas depositem no sistema. Se o propósito do órgão regulador é favorecer o crescimento do mercado, de modo que ele possa atender sempre às crescentes exigências da sociedade, torna-se imperativa a observação deste fundamento. A regulação deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de poupança a certeza de que pode atuar no mercado, incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar. III) Eficiência do mercado – é característica de um mercado livre a sua capacidade de atuar como mecanismo apto a direcionar a poupança da sociedade aos projetos econômicos mais adequados a suas expectativas. Este é um aspecto que se tem de observar e perseguir no trabalho de regulação, na medida em que só assim se consegue o melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos responde tanto ao interesse das companhias, como dos indivíduos que nelas investem, e será através da eficiência do mercado que tais objetivos poderão ser alcançados: eficiência alocacional e operacional; IV) competitividade: a eficiência do mercado depende do grau de competição que se estabeleça entre os seus participantes. Portanto, a regulação terá que se manter sempre atenta a este fundamento, não só evitando ações que venham a inibir a competitividade, mas também assegurando que ela se dê de forma sadia. Além disso, a competição ativa minimiza a necessidade de regulação; V) Mercado livre: a liberdade de atuação no mercado e de acesso a seus mecanismos é pré-condição de existência de um mercado capaz de desempenhar adequadamente o seu papel. No processo de regulação do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem; VI) proteção ao investidor: com vistas a manter a confiabilidade do mercado e visando atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo se dar destaque especial ao investidor individual que, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado. Essa proteção, contudo, não deve distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários”.

às aplicações em valores mobiliários). Todas essas questões relacionam-se com o objetivo permanente da CVM de buscar maior eficiência do mercado. O autor ressalta que a organização do mercado deve permitir que os investimentos se dirijam naturalmente às unidades produtivas mais rentáveis, e que isso se dê com os menores custos possíveis.

Explica o autor que quando assumiu a presidência da CVM, em julho de 2002, o mercado de capitais brasileiro estava em situação crítica, em razão de fatores como a falta de energia no Brasil, a crise da Argentina, o 11 de setembro nos EUA e os receios acerca do processo eleitoral que ocorreria na metade daquele ano. Com o intuito de permitir o crescimento do mercado, foi realizado um diagnóstico, que apontou três questões relevantes: necessidade de melhoria da situação macroeconômica, necessidade de maior proteção aos investidores¹¹⁴ e aperfeiçoamento do sistema regulatório (CANTIDIANO, 2007, p. 218-224).

O conceito de valor mobiliário é o balizador da competência da Comissão de Valores Mobiliários (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 247).

O art. 2º da Lei 6.385/1976 elenca o rol de títulos que são considerados valores mobiliários e estão sujeitos ao regime por ela imposto: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição (redação dada pela Lei 10.303/2001); II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II (redação dada pela Lei 10.303/2001); III – os certificados de depósito de valores mobiliários (redação dada pela Lei 10.303/2001); IV – as cédulas de debêntures (inciso incluído pela Lei 10.303/2001); V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos (inciso incluído pela Lei 10.303/2001); VI – as notas comerciais (inciso incluído pela Lei 10.303/2001); VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários (inciso incluído pela Lei 10.303/2001); VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes (inciso incluído pela Lei 10.303/2001) e IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento

¹¹⁴ Segundo Cantidiano (2007), “um segundo ponto era a maior proteção aos investidores. Precisávamos manter a convicção de que o ambiente regulatório asseguraria maiores direitos aos investidores. No sistema brasileiro de operação das companhias, em que a grande maioria dos acionistas não tem direito de voto, podem ocorrer, e normalmente ocorrem, situações que levam à expropriação desses acionistas. No fim de 1998, em viagem ao exterior, estive com 25 grandes investidores estrangeiros que me disseram que não investiriam no Brasil se não lhes fosse assegurada melhor proteção. Eles, que haviam aproveitado oportunidades de investimento surgidas na primeira metade dos anos 1990, quando a legislação brasileira flexibilizou o investimento estrangeiro em Bolsa, não queriam investir novos recursos se não houvesse reforço das garantias dos direitos dos minoritários. Apesar da frustração quanto à reforma da Lei das Sociedades Anônimas de 2001, que ficou distante das demandas do mercado, o Brasil dispõe de um ambiente de negociação em Bolsa que assegura melhor proteção aos investidores. Refiro-me aos níveis diferenciados de governança existentes na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), em especial o Nível Dois e o Novo Mercado, aos quais as companhias aderem voluntariamente (...)”.

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 (inciso incluído pela Lei 10.303/2001).

A Lei 6.385/1976 autorizava que a CVM e o CMN, mediante Instruções e Resoluções, incluísse novos valores mobiliários ao rol original da Lei da Comissão de Valores Mobiliários. Com o advento da Lei 10.303/2001, deixaram de ter essa competência, pois o rol de valores previstos no art. 2º da Lei 6.385/1976 passou a ser exaustivo, e não mais exemplificativo, em razão do caráter flexível dos conceitos de “derivativos” e de “contratos de investimento coletivo”.¹¹⁵

Em termos genéricos, a CVM desempenha as seguintes atividades: busca assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; preocupa-se em proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais; evita ou coíbe modalidades de fraude ou manipulação no mercado, destinadas a criar condições artificiais; assegura o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido (política do *disclosure*); assegura a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimula a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promove a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimula as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas (FIGUEIREDO, 2010, p. 290).

Incumbe à referida autarquia disciplinar as seguintes matérias: registro de companhias abertas; registro de distribuições de valores mobiliários; credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários; organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; suspensão

¹¹⁵ Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 56-57), “O artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001, traz o elenco de valores mobiliários, incorporando, como antes mencionado, no inciso IX, os contratos de investimento coletivo e, nos incisos VII e VIII, os derivativos. Desde que foi editada a Lei nº 6.385/1976, a CVM e o CMN vinham, com fundamento no inciso III do art. 2º, mediante Instruções e Resoluções, aditando novos valores mobiliários ao rol original da Lei da Comissão de Valores Mobiliários. Com a promulgação da Lei nº 10.303/2001, não caberá mais à CVM e ao CMN a inclusão de quaisquer outros valores mobiliários, por meio da edição de normas regulatórias. Em virtude do caráter flexível dos conceitos de derivativos e de ‘contratos de investimento coletivo, consagrados na Lei nº 10.303/2001, presume-se que o legislador entendeu que não será mais necessária a ampliação do elenco de ativos considerados valores mobiliários. Dessa forma, o rol de valores previstos no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, em sua nova redação, passa a ser exaustivo e não mais exemplificativo. Todavia, as normas legais e as regulamentares baixadas antes da edição da Lei nº 10.303/2001, tanto pela CVM quanto pelo CMN, permanecem em vigor e os valores mobiliários por elas criadas continuam a existir. Na realidade, muitos destes valores mobiliários podem ser enquadrados nos incisos VII, VIII e IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001, uma vez que, grande parte deles constituem derivativos ou podem ser caracterizados como contratos de investimento coletivo”.

ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações; suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores.¹¹⁶

Eizirik *et. al.* (2008, p. 249-250) afirmam que à CVM compete o poder de regular as matérias expressamente previstas na Lei das Sociedades Anônimas e também na Lei n. 6.385/2004. Assim, incumbe a ela expedir normas relativas a informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por pessoa que detenha informação relevante (art. 21-A), expedir normas aplicáveis às companhias abertas, a respeito, por exemplo, da natureza das informações que devam divulgar e sua periodicidade, padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes (art. 33, § 1º).

Os autores explicam que o § 1º da Lei n. 6.385/1976¹¹⁷ define a competência dos órgãos da Administração Pública encarregados da fiscalização das atividades desenvolvidas no mercado financeiro, pois se tratando de oferta, intermediação, negociação ou distribuição públicas pelos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários definidos no art. 15 da Lei 6.385/1976, a competência é da CVM; os negócios envolvendo quaisquer outros ativos financeiros serão fiscalizados pelo Banco Central (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 25-27). A competência da CVM para regulamentar, fiscalizar, aplicar sanções administrativas está circunscrita aos emissores de valores mobiliários, seus controladores e administradores, e às entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, auditores independentes e demais pessoas que atuem profissionalmente nesse mercado.

Por fim, enfatizam que desde a sua criação, a CVM tem editado normas para proteger os investidores, garantindo-lhes, mediante a imposição do dever de transparência, um fluxo constante de informações sobre os referidos papéis e buscando coibir a prática de atos ilícitos ou fraudulentos no mercado de capitais (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 27).

Segundo Tanure (2005, p. 18-19), o legislador dotou a CVM dos meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de seu desiderato, inclusive do poder de polícia, que lhe permite a aplicação de sanções a quem descumpra as normas por ela baixadas ou pratique atos fraudulentos no mercado.¹¹⁸ A Lei n. 6.385/76 conferiu à CVM o poder de

¹¹⁶ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 24 nov. 2010.

¹¹⁷ Art. 1º. Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII – a auditoria das companhias abertas; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

¹¹⁸ Lemos (2005) ensina que a análise econômica é muito usada no Direito Societário, especialmente no mercado norte-americano, em que se proíbe o emprego de qualquer método fraudulento para a manipulação do mercado

apurar, mediante processo administrativo, a prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e de punir os infratores às normas daquela Lei, da Lei 6.404/76, e das instruções e normas cujo cumprimento incumba à CVM fiscalizar (art. 1º, I e II, c/c art. 8º, III c/c art. 9º, VI, c/c art. 11). Essa mesma diretriz está prevista no art. 4º da Lei. As práticas fraudulentas previstas nos dispositivos acima citados, por se tratarem de conceitos abertos, foram definidas na instrução n. 08/79, que passou a considerá-las falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. 11, I a VI da Lei 6.385/76.¹¹⁹

4.4 *FULL DISCLOSURE*, TRANSPARÊNCIA E INFORMAÇÃO

Conforme já mencionado reiteradas vezes neste trabalho, para o funcionamento eficiente do mercado de capitais, uma das condições essenciais é o respeito ao princípio da *full disclosure*, ou seja, da transparência no fornecimento de informações. A obediência a tal princípio, ao reduzir os efeitos da assimetria de informações entre os agentes econômicos, torna o mercado mais confiável e permite a redução dos custos de transação dos investidores,¹²⁰ bem como de seus riscos, facilitando as negociações e contratações e contribuindo para o desenvolvimento eficiente do sistema econômico do país.

Segundo Proença (2005, p. 129, 132 e 140), a informação sempre representou um anseio e uma busca por parte da humanidade, seja para questões simples do cotidiano, seja para o desenvolvimento tecnológico, científico e místico. Explica que na atualidade, com os avanços apresentados na área das comunicações, a informação tem a capacidade de fluir com mais agilidade, o que repercute nos costumes das sociedades modernas, tendo em vista que as

acionário – o que é o pilar da regulamentação do mercado de capitais norte-americano e visa a proteger a integridade do mercado contra fraudes. A diretriz é que o mercado deve se organizar de acordo com si mesmo e não deve ser permitido que pessoas interfiram na flutuação dos preços para obter um benefício próprio.

¹¹⁹ De acordo com Bocater (1999, p. 211), “O papel da Comissão de Valores Mobiliários é, portanto, de extrema relevância, na medida em que a regulamentação esclarece a inteligência da lei e desce a pormenores que vão dar concretude aos comandos genéricos. Ao mesmo tempo, na sua atividade de acompanhamento, registro e fiscalização, a CVM identifica situações que possam ameaçar os direitos de acionistas e consegue atuar preventivamente, evitando que se consumem danos aos mesmos. Nem sempre, entretanto, é possível evitar práticas ilegais. O exercício do poder punitivo é, então, indispensável, de forma a coibir ilicitudes, por força da aplicação de penalidades suficientemente graves”.

¹²⁰ Kümpel (2007, p. 33-34) destaca que os custos de transação, no âmbito do mercado de capitais, podem ser substancialmente reduzidos pela obrigatoriedade de publicação de determinadas informações impostas aos emitentes, pelo fato de facilitarem a escolha da oferta mais econômica. Acrescenta que o fornecimento de tais informações é essencial para uma decisão de compra ou de venda fundamentada e, ao mesmo tempo, para evitar os custos advindos de uma busca por informações tão detalhadas. No mesmo sentido, manifesta-se Yazbek (2009, p. 38).

decisões podem ser tomadas rapidamente, aumentando o ritmo das atividades sociais, e que determinadas ações podem ser postergadas até o limite do prazo, no aguardo de um maior número de dados. O dever de informar e o dever de pesquisar todas as informações disponíveis não são importantes apenas para o mercado de capitais, mas sim para toda a atividade econômica. No entanto, no âmbito do mercado de capitais, a importância da informação torna-se ainda mais evidente, pois nele o trânsito das informações atinge uma dinâmica máxima, não só pela velocidade com que ocorre, mas principalmente em função da possibilidade de direcionar ou redirecionar grandes quantidades de recursos em pouco espaço de tempo. Informações equivocadas ou insuficientes podem acarretar prejuízos irreparáveis, não apenas às partes envolvidas, mas a toda sociedade.

Ensina o mesmo autor que o direito à informação, de tão importante, recebeu a atenção da ONU na Resolução n. 39/248, de 1985, em que trata dos “direitos fundamentais dos consumidores, direitos esses universais e indisponíveis, fazendo eco, aliás, com a própria doutrina dos direitos humanos”. A referida resolução menciona expressamente a obrigação de “fornecer aos consumidores informações adequadas para capacitá-los a fazer escolhas acertadas de acordo com as necessidades e desejos individuais” (PROENÇA, 2005, p. 131).

Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 461-462), a LSA, no art. 157,¹²¹ estabelece para o diretor e o membro do Conselho de Administração o dever de prestar informações, as quais devem ser fornecidas à própria companhia e aos seus acionistas minoritários e, no caso de

¹²¹ Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. § 1º. O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. § 2º. Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionistas, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecido por cópia aos solicitantes. § 3º. A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo aos solicitantes pelos abusos que praticarem. § 4º. Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. § 5º. Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. § 6º. Os administradores da companhia aberta deverão informar, imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia (Incluído pela Lei n. 10.303/2001).

companhia aberta, ao mercado e investidores em geral. Ao dever de informar dos administradores, corresponde o direito subjetivo de ser informado dos acionistas, pois se trata de instrumento indispensável à fiscalização da gestão social.

Ensina Proença (2005, p. 44) que o princípio do *disclosure*, também conhecido como princípio da transparência, consubstancia-se em mecanismo para assegurar a simetria de informações na esfera do mercado de capitais, oportunizando, a todos os investidores, o acesso às informações referentes às companhias e aos valores por elas emitidos. Visa a assegurar o equilíbrio das posições dos agentes do mercado e, por conseguinte, a isonomia nas suas relações.¹²²

Em nosso ordenamento jurídico, no âmbito do mercado de capitais, o referido princípio está expresso no art. 157, parágrafo 4º da Lei das Sociedades Anônimas,¹²³ nos seguintes termos:

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

¹²² Segundo Dubeux (2010), um dos objetivos fundamentais da CVM, entidade reguladora do mercado de capitais brasileiro, é o de proteger os investidores. Para alcançar esse objetivo, a CVM adota um modelo regulatório baseado na política de *disclosure* (ou *full disclosure*), que tem por escopo a contínua divulgação pelas empresas de informações amplas e completas a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados. O pressuposto da regulação baseia-se no fato de que informar o investidor é a melhor forma de protegê-lo, o que significa disponibilizar-lhe todas as informações necessárias para que ele próprio tome a sua decisão de investimento. Mas não é só. A política também serve para que as informações sobre as empresas e seus valores mobiliários sejam disponibilizadas ao mesmo tempo para todo o mercado, garantindo-se assim igualdade de acesso às informações. É ilegal captar recursos mediante a distribuição pública de valores mobiliários sem a prestação das informações exigidas pela CVM. (http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Juridico/Entrevistas_artigos/RegistroneCVMnaogarantesucessooinvestimento.pdf).

¹²³ “A CVM entende que: ‘Deve-se notar que o administrador é o responsável pela divulgação, desde o início, do fato relevante de forma completa. Não obedece a legislação quem anuncia um fato, mas espera uma ordem da CVM para divulgar os aspectos relevantes deste fato que já sejam de seu conhecimento. A iniciativa deve, sempre, partir da administração da companhia. Por isso, se a legislação ou uma decisão concreta da CVM determinar a divulgação de uma dada informação específica e essa informação específica não puder ser considerada completa, em razão de outras informações que sejam de conhecimento da administração, cabe à companhia complementar as informações solicitadas de forma a fazer com que sua divulgação satisfaça a exigência de divulgação completa. Por fim, deve-se notar que, embora a Instrução 358/02 atribua à administração da companhia aberta a definição do que seja informação relevante (ao Diretor de Relações com Investidores, mais precisamente), esse poder conferido à administração não é absoluto. Caso os investidores alterem seu comportamento (decisão de vender ou comprar valores mobiliários da companhia ou a expectativa de preço quanto a esses valores mobiliários) em função da informação relativa à companhia da qual tenham conhecimento parcial (ou total), mas não divulgada pela companhia, essa informação deverá ser considerada relevante e a administração, mesmo que não tenha a mesma opinião que os investidores quanto à relevância da informação, deverá negá-la ou confirmá-la e, se for o caso, complementá-la (processo administrativo sancionador nº 2006/4776, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Souza, j. 17.01.2007).’

Por outro lado, o § 4º do art. 155 da LSA, acrescido pela Lei n. 10.303/2001, reforçou o princípio da transparência ao estabelecer que “é vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

A *Securities and Exchange Commission (SEC)*, órgão responsável pela fiscalização do mercado de capitais nos Estados Unidos,¹²⁴ firmou, como regra, a *disclose or refrain from trading* (“Revele ou abstenha-se de negociar”), com o intuito de prevenir as práticas desleais dos *insiders*, detentores de informações privilegiadas no mercado (PROENÇA, 2005, p. 44).

Eizirik *et. al.* (2008, p. 463 e 536) explicam que uma das finalidades dessas regras consubstancia-se na repressão ao *insider trading*, ou seja, ao uso indevido de informações relevantes sobre valores mobiliários pelo detentor de tais informações, ou seja, por pessoas que, em razão de sua atividade profissional, estão por dentro dos negócios da emissora, para transacionar com os valores antes que tais informações sejam de conhecimento público. O administrador pode comprar e vender ações emitidas pela companhia, desde que não detenha informação confidencial e relevante a respeito dessa companhia.

Entende-se que a punição ao *insider trading* é necessária, seja em função de imperativos éticos, seja por razões de ordem econômica. Quanto aos imperativos éticos, explica-se que decorrem do desequilíbrio entre a posição do *insider* e aquela ocupada pelos demais ocupantes do mercado acionário, o que torna reprováveis os lucros obtidos por ele, quando se vale de informações relevantes às quais teve acesso e cuja revelação não foi realizada. Todos devem ter igualdade de acesso às informações e de condições na negociação dos valores. Os imperativos econômicos relacionam-se com a possibilidade de determinar o valor dos títulos negociados no mercado de capitais, pois os economistas entendem que o mercado é eficiente quando “o preço das ações reflete, virtual e instantaneamente, todas as informações disponíveis sobre as companhias cujos títulos são negociados” (PROENÇA, 2005, p. 45). Quanto mais rápida a reação dos títulos às novas informações, mais eficiente o mercado. Assim, as informações prestadas devem estar disponíveis a todos simultaneamente, sem que os *insiders* possam delas se utilizar antes de sua divulgação (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 536-537).

Ainda quanto aos imperativos econômicos, Lucca (2005, p. 38) assevera que a

¹²⁴ Eizirik *et. al.* (2008, p. 465-466) ensinam que a filosofia do *disclosure* foi adotada pelos norte-americanos, em 1934, com a criação da *Securities and Exchange Commission – SEC* e a edição do *Securities Act* e, desde então, a filosofia do *disclosure*, de se levar ao conhecimento do público todos os fatos relevantes relacionados aos negócios da empresa, foi se impondo como uma regra fundamental para a segurança e bom funcionamento do mercado de capitais.

vedação ao *insider trading* incentiva a formação da poupança, facilita a captação do fluxo internacional de dinheiro, possibilita o surgimento de novas empresas, gerando inegável benefício social para toda a coletividade.

Na Europa, desde a Diretiva da CEE 592/89, vários países membros vem adotando normas sobre o *insider trading*, sob diversos fundamentos: a igualdade entre os investidores;¹²⁵ a confiança no mercado, a justa distribuição dos riscos no mercado; e, principalmente, os pressupostos de eficiência do mercado de capitais (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 539).

Existem duas vertentes de combate ao *insider trading*: normas preventivas e normas repressivas. De um lado, as normas preventivas relacionam-se com as regras decorrentes do princípio da transparência (*disclosure*), destinadas a assegurar a ampla e contínua divulgação de informações. De outro lado, as normas repressivas objetivam a punição do *insider trading*, impondo aos infratores sanções civis (reparação de danos), administrativas e criminais (PROENÇA, 2005, p. 46).

Proença (2005, p. 136) pondera, porém, que a aplicação do princípio da *full disclosure* e a imposição do dever de informar e do dever de transparência devem cessar no momento em que se ponha em causa o desenvolvimento do mercado, fato considerado de interesse público, na medida em que interfere no desenvolvimento econômico. A legislação do *insider trading* impõe o dever de informar, mas, não sendo possível, determina que o detentor da informação abstenha-se de negociar (“Informe, seja transparente, mas se, por qualquer motivo, não for possível informar, abstenha-se de negociar no mercado de capitais”). Assim, embora seja difícil a definição do quanto é necessário informar – o que cabe à regulação – não há dúvidas de que é proibido negociar no mercado se por qualquer motivo não se divulgou a notícia relevante.

É o que estabelece o parágrafo 5º do art. 157 da LSA, nestes termos:

§ 5º. Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

¹²⁵ Sobre o assunto, Kümpel (2007, p. 26-27) explica que “as regulamentações relativas ao abuso de informações privilegiadas visam garantir a confiança do público investidor em uma condução apropriada das operações com valores mobiliários. A confiança dos investidores assenta especialmente na sua expectativa (digna de proteção) de serem tratados igualmente. Isso pressupõe que os investidores estejam protegidos principalmente contra a utilização de informações privilegiadas por um *insider*. Operações realizadas com a utilização de informações privilegiadas são vistas pelos investidores como ofensa ao princípio de que lhes deve ser oferecida a mais ampla igualdade de oportunidades possível. Investidores que se sentem tratados de maneira desleal em um mercado afastam-se dele e desviam seus capitais de investimento para outros mercados. (...)”

Eizirik *et. al.* (2008, p. 471-472) asseveram que, em tal hipótese, podem os administradores informar à CVM, solicitando-lhe sigilo e requerendo-lhe a dispensa da divulgação, em razão da natureza das informações confidenciais. Além disso, podem os administradores dividir com terceiros a informação relevante mantida em segredo, sem ter a obrigação de divulgar o ato ou fato simultaneamente para todo o mercado, quando, por exemplo, no decorrer do seu processo decisório, procuram o auxílio de profissionais alheios à companhia (consultores etc.). Explica que para que esse ato não configure uma divulgação seletiva de informações, a relação entre terceiros e a companhia deve: (a) obedecer ao interesse da sociedade e (b) ser obrigatoriamente de caráter confidencial.

Também é possível vislumbrar a incorporação do princípio da transparência nos artigos 116-A, 157, § 6º e 165-A da LSA.¹²⁶

Por fim, Eizirik *et. al.* (2008, p. 466), destacam que o princípio do *disclosure* encontra-se previsto, igualmente, em vários dispositivos da Lei nº 6.385/1976, dentre os quais destacam-se os artigos 4º, VI; 8º, III; 19; 20 e 22, § 1º. Explicam que tais normas delegam à Comissão de Valores Mobiliários o poder de fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais, fixando sua competência para regular, por exemplo, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas; os relatórios da administração das companhias; os padrões de contabilidade e pareceres dos auditores independentes; a divulgação de deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração.¹²⁷

¹²⁶ Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro ou conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001); Art. 157, § 6º. Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia (incluído pela Lei n. 10.303/2001); art. 165-A. Os membros do conselho fiscal da companhia aberta deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam emitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários (Incluído pela Lei n. 10.303/2001).

¹²⁷ Bocater (1999, p. 213) que os acionistas minoritários deparam-se com muitas dificuldades na defesa de seus direitos. Explica que: “Vários ilícitos praticados no mercado de valores mobiliários não chegam ao conhecimento dos investidores prejudicados, a menos que a entidade fiscalizadora os detecte e divulgue. São exemplos desses ilícitos a manipulação de preços e a utilização de informação privilegiada. Os investidores individuais não têm acesso às informações necessárias à apuração desses ilícitos, cabendo aos órgãos auto-reguladores (bolsas e entidades de balcão organizado) e à CVM a tarefa de proceder a essa apuração. Cabe lembrar que os investidores institucionais estão mais bem preparados para lutar por seus direitos do que pequenos investidores agindo isoladamente. Devido ao seu poder de pressão, conseguem algumas vezes obter acordos com administradores e controladores das companhias abertas, prevenindo danos ou alcançando soluções

Em suma, o conjunto normativo regulador da informação, no âmbito do mercado de capitais, deve preocupar-se com dois objetivos preponderantes: garantir a possibilidade do cumprimento do dever de diligência¹²⁸ pelos investidores – propiciando-lhes o acesso ao maior número de informações possível – e prevenir práticas do *insider trading* e manipulações do mercado (PROENÇA, 2005, p. 136).

Segundo Proença (2005, p. 140-142), para cumprir tal mister, é necessário implantar um sistema de normas duramente impositivas concernentes à prestação constante de informações, para que:

- o dever de informar se concretize em instrumento capaz de socorrer a todos os participantes do mercado, no cumprimento do seu dever de diligência, aclarando-lhes todos os elementos dos negócios aos quais pretendem aderir;
- a publicidade da informação garanta, a qualquer pessoa envolvida no mercado, o acesso a todas as informações disponibilizadas por determinada empresa, assegurando, além disso, que as empresas, ao abrirem seu capital, fiquem obrigadas a fornecer, ao público em geral, um conjunto de informações básicas;
- a universalidade e simultaneidade da informação sirvam a todos os participantes do mercado ao mesmo tempo, evitando-se o favorecimento de determinados grupo, e que a publicidade das informações seja feita de maneira sistemática e organizada, levando-se em conta o horário de sua divulgação, o horário de funcionamento das bolsas nas quais os títulos afetados pela informação a ser prestada sejam negociados.
- seja reduzida a periodicidade da divulgação de determinadas informações recorrentes, como a dos resultados contábeis das informações recorrentes, como a dos resultados contábeis, exigida a cada três meses, na maioria dos mercados.

Destaca o autor que essas máximas já foram incorporadas pela legislação brasileira, notadamente por meio das Instruções da Comissão de Valores Mobiliários. Enfatiza, por fim, que o objetivo da legislação não é o de garantir bons retornos dos investimentos realizados, mas sim respaldar os investidores com informações verdadeiras e emitidas rapidamente, para que possam, com seu livre arbítrio, tomar decisões racionais de investimento (PROENÇA, 2005, p. 142). Sobre o assunto, considera-se interessante transcrever as observações expostas pela própria CVM em artigo publicado em seu sítio eletrônico (CVM, 2009, p. 17), nestes termos:

de composição de seus interesses, sem, entretanto, se preocupar com os outros investidores que estão na mesma posição. Cabe à CVM zelar para que os administradores e controladores de companhias abertas não quebrem o dever de lealdade que têm para com todos os acionistas e dêem, portanto, a todos o mesmo tratamento”.

¹²⁸ Segundo Proença (2005, p. 133), a legislação sobre *insider trading* “...deve ocupar-se, precipuamente, em garantir que informações indispensáveis – claras, de boa qualidade, verídicas e completas – estejam à disposição e ao alcance do público, assegurando também a possibilidade do cumprimento do dever de diligência das partes envolvidas em qualquer tipo de transação, como melhor fundamentaremos na sequência. A informação é, conseqüentemente, crucial em qualquer negócio e, mais do que isto, é obrigação de diligência de ambas as partes envolvidas: obter e fornecer todas as informações disponíveis acerca dos bens transacionados”.

O menor ou maior grau de risco em que incorre o investidor no mercado de valores mobiliários vai depender, fundamentalmente, do nível de informações de que ele disponha sobre o tipo de operação de que deseje participar. Assim, assegurar a disponibilidade tempestiva das informações sobre os negócios com valores mobiliários e sobre as companhias que os tenham emitido constitui a pedra angular da normatização no mercado e tem sido esta a base da política da regulação da Comissão de Valores Mobiliários. Ao determinar, em suas normas, que os diversos protagonistas do mercado prestem um amplo conjunto de informações sobre seus negócios e suas atividades, a CVM assegura àquele que procura o mercado as condições essenciais para a avaliação do risco das operações, sem incidir em perigosos julgamentos de valor.

Ainda que não estivesse fazendo referência específica ao mercado de capitais, Amartya Sen (2000, p. 54-56), na obra “Desenvolvimento como Liberdade”, partindo de um enfoque mais desenvolvimentista, traça um rol de liberdades instrumentais que contribuem para a liberdade global de que as pessoas necessitam para viverem como desejariam e, dentre elas, destaca as garantias de transparência. Em razão da pertinência com o tema, considera-se relevante transcrever seus ensinamentos:

Em interações sociais, os indivíduos lidam uns com os outros com base em alguma suposição sobre o que lhes está sendo oferecido e o que podem esperar obter. Nesse sentido, a sociedade opera com alguma presunção básica de confiança. As *garantias de transparência* referem-se às necessidades de sinceridade que as pessoas podem esperar: a liberdade de lidar uns com os outros sob garantias de dessegredo e clareza. Quando essa confiança é gravemente violada, as vidas de numerosas pessoas – tanto as envolvidas diretamente como terceiros – podem ser afetadas negativamente. As garantias de transparência (incluindo o direito à revelação) podem, portanto, ser uma categoria importante de liberdade instrumental. Essas garantias têm um claro papel instrumental como inibidores da corrupção, da irresponsabilidade financeira e de transações ilícitas”.

Ainda nesse contexto, interessante ressaltar que hoje são reiteradas as menções feitas ao ‘Novo Mercado’, já explicado em tópicos anteriores, o qual se respalda na premissa de que os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações que lhes são prestadas influenciam a valorização e a liquidez das ações. O ‘Novo Mercado’ pretende criar um ambiente em que as empresas, contribuindo para a maior transparência de informações, proporcionem maior segurança aos investidores e amenizem seus custos de captação de recursos. O ‘Regulamento de Listagem do Novo Mercado’ criou uma seção especial do mercado de valores mobiliários na Bovespa, destinado à negociação de ações de empresas que voluntariamente se comprometem a adotar práticas de *disclosure* adicional, ou seja, além das exigências da legislação (PROENÇA, 2005, p. 105).

4.5 AS DIVERSAS CLASSES DE INFORMAÇÕES

Proença (2005, p. 143) explica que há diversas classes de informações. No momento em que uma empresa lança ações no mercado primário, deve prestar informações fundamentais, não apenas acerca de sua situação econômico-financeira, mas também sobre seu estatuto social, sua organização societária e operacional, seus produtos etc., proporcionando a avaliação de sua real situação e, por conseguinte, do potencial de valorização de suas ações. Depois, já tendo suas ações negociadas, incumbe-lhe, no mercado secundário, habitual e periodicamente, dar publicidade a determinadas informações básicas – como balancetes contábeis, atas de assembléias, desempenho de seus mercados e produtos – as quais são reguladas, tanto em relação à forma quanto à periodicidade, por instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Há também a classe de informações que abrange os ‘fatos relevantes’, que são aqueles hábeis a transformar a vida da empresa para melhor ou para pior, pois são definidos como os acontecimentos que podem mudar, imediatamente, o julgamento dos investidores acerca de determinado ativo, alterando, por conseguinte, o seu preço (PROENÇA, 2005, p. 144).

De acordo com Eizirik *et. al.* (2008, p. 466), “fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários da companhia”. Explicam que são fatos capazes de causar um impacto razoável sobre a cotação dos valores mobiliários da empresa.

As informações privilegiadas estão relacionadas às matérias relevantes. A título de exemplo, mencionam-se as informações relativas ao lançamento de novos produtos, a uma simples campanha publicitária, a um acordo com outra empresa, à entrada de um novo sócio, a uma fusão. Além de relevante, a informação deve ser sigilosa, ou seja, ainda não divulgada ao mercado. Conforme já mencionado, o detentor de informações privilegiadas é proibido de realizar negociações com os ativos envolvidos. Na hipótese de vazamento de tais informações a terceiros, impõe-se a quebra do sigilo, para que estes não sejam beneficiados em detrimento do investidor comum (PROENÇA, 2005, p. 144-146).

A Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Instrução n. 358/2002, definiu, no art. 2º, o que entende como ato ou fato relevante:

Art. 2º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

No parágrafo único do art. 2º, a Comissão de Valores Mobiliários listou vários atos ou fatos que, em regra, são considerados relevantes, e que devem, portanto, ser divulgados pelos administradores das companhias.¹²⁹ Ressalte-se que se trata, porém, de enumeração meramente exemplificativa e visa a facilitar, aos administradores, a identificação das situações que podem dar ensejo à necessidade de divulgação aos investidores. Além disso, para que determinada situação seja enquadrada como fato relevante e exija divulgação ao mercado, não basta que esteja prevista na lista elaborada pela CVM, ou seja, faz-se necessário, também que caracterize uma das três circunstâncias referidas nos incisos I a III do artigo 2º da Instrução (EIZIRIK *et. al.* 2008, p. 467-468).

Eizirik *et. al.* (2008, p. 542) explicam que a CVM, por meio da Instrução 358/2002, estabelece a forma a ser adotada para divulgar as informações relevantes, o que deve ocorrer mediante comunicado à CVM e à Bolsa de Valores ou entidade do mercado de balcão, além da exigência de publicação nos jornais de grande circulação. Explicam, por fim, que a publicação do 'fato relevante' não constitui a única modalidade admitida para assegurar a

¹²⁹ Parágrafo único. Observada a definição do "caput", são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; transformação ou dissolução da companhia; mudança na composição do patrimônio da companhia; mudança de critérios contábeis; renegociação de dívidas; aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; modificação de projeções divulgadas pela companhia; impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

observância do princípio da transparência, pois o atendimento a tal princípio também se dá por meio da divulgação de informações periódicas e eventuais sobre os negócios da companhia (atas e editais de convocação de assembléias gerais, reuniões de administração, demonstrações financeiras anuais e informações financeiras trimestrais).

4.6 A CRIMINALIZAÇÃO DO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA – *INSIDER TRADING*

Em nosso ordenamento jurídico, o uso indevido de informação privilegiada consiste em ilícito penal. Está tipificado no art. 27-D, que foi inserido na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1986 em razão das alterações promovidas pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. A conduta consiste em “utilizar informação relevante, ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários”. A pena prevista para o referido crime é a de reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem obtida em decorrência do crime.

Quanto ao bem jurídico tutelado, explica Breda (2010, p. 356-357) que “a norma protege as relações de confiança, transparência e lealdade entre todos os participantes do mercado de capitais, espaço que deve se qualificar pela igualdade de oportunidades oferecida aos investidores”. Acrescenta que o funcionamento correto do mercado de capitais pressupõe a comunhão de informações relevantes sobre a companhia com todos os seus participantes. É por essa razão que se exige de determinadas pessoas o máximo de diligência em relação a esses dados, que podem influir sobremaneira no processo da livre oferta e demanda dos valores mobiliários. Enfatiza, ainda, que a negociação de um valor mobiliário realizada a partir de uma informação ainda não compartilhada com os demais investidores viola a regra mais básica do jogo, que é a igual divisão do risco entre todos.

Segundo Proença (2005, p. 307), “ao tratarmos das condutas ilícitas na esfera do mercado de capitais, sejam elas ou não de natureza criminal, estamos analisando fatos pertinentes à ordem econômica e não atos meramente lesivos das finanças públicas ou privadas”.¹³⁰

¹³⁰ Figueiredo (2010, p. 546-547) observa que o direito penal econômico é oriundo, dentre outros fatores, da evolução da participação e da regulação do Estado na economia. Acrescenta que o bem de natureza econômica

Para Breda (2010, p. 358), trata-se de crime próprio, por exigir do sujeito ativo a especial qualidade de detentor do dever de sigilo sobre a informação relevante. A Instrução CVM 358/2002 estabelece, no art. 8º, que “cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento”. Eis os potenciais autores do delito de uso indevido de informação privilegiada.

Por outro lado, Proença (2005, p. 273-274) destaca que não obstante as Instruções Normativas da CVM tratarem do assunto há algum tempo, avanços significativos foram obtidos apenas com o advento da Lei 10.303/2001, ao acrescentar o § 4º ao art. 155 da Lei das Sociedades Anônimas, nele incluindo a expressão “por qualquer pessoa”. Para o autor, “qualquer pessoa, seja ela administradora ou não de uma companhia, desde que venha a se utilizar de informação ainda não pública, para negociar no mercado de capitais, auferindo vantagens, via de regra, à custa do prejuízo alheio”.

O titular do bem tutelado é o Estado, pois nos crimes em que se tutelam interesses coletivos e supraindividuais é ele o titular do bem jurídico atingido. A credibilidade e a transparência das negociações no mercado de capitais transcendem a mera expectativa dos investidores. No entanto, paralelamente, os investidores também podem ser secundariamente atingidos, pois a comercialização com informação privilegiada viola a igual distribuição dos riscos do negócio (BREDA, 2010, p. 359).

O tipo objetivo do art. 27-D consiste em *utilizar informação relevante*. “Utilizar” significa usar, aproveitar-se da informação para tomar decisões sobre a negociação de um valor mobiliário. Para que o crime se realize, exige-se que o uso da informação privilegiada ocorra mediante negociação. É atípica a conduta de quem, na posse de informação privilegiada, deixa de negociar, ainda tenha algum benefício com a abstenção. “Informação relevante” é aquela definida no art. 2º da Instrução Normativa 358/2002, que já foi analisada em tópico anterior (BREDA, 2010, p. 359-361).

está vinculado à Ordem Pública Econômica, que trata do conjunto normativo que regulamenta a economia de forma cogente. Além disso, ensina que enquanto o delito patrimonial viola apenas a esfera de domínio individual, o delito econômico possui viés transindividual, difuso e coletivo, de modo que viola os princípios que regem a Ordem Econômica, bem como todas as políticas públicas regulamentadas pelo Estado referentes à economia do país.

Proença (2005, p. 317, 318, 324) assevera que embora os crimes de colarinho branco sejam de investigação mais complexa, hoje há maior conscientização a respeito da importância de reprovar penalmente tais condutas lesivas. A sanção penal, sob esse ponto de vista, acaba por introjetar na consciência dos indivíduos os valores indispensáveis à sobrevivência em sociedade e à sobrevivência da própria sociedade. A tipificação da figura do *insider trading* visou a tutelar diretamente o mercado de capitais e, indiretamente, o interesse público a ele inerente, pois o mercado de capitais, se corretamente regulado, traz benefícios inestimáveis a toda a economia do país, contribuindo para o seu desenvolvimento econômico.

4.7 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E OS REGISTROS

Eizirik *et. al.* (2008, p. 137) afirmam que a implementação da política do *disclosure* está fundamentada na existência de um sistema de registros perante a CVM, os quais armazenam as informações consideradas relevantes para possibilitar que os investidores tomem suas decisões de investimento de maneira consciente.

De acordo com Dubeux (2007, p. 2), a legislação brasileira traz a previsão de diversos mecanismos destinados a garantir que todas as informações importantes sejam de conhecimento público,¹³¹ dentre os quais se destacam: a) o registro de emissor de valores mobiliários e b) o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.¹³²

O registro de emissor é o primeiro registro a ser obtido por uma companhia para ter seus valores mobiliários ofertados aos investidores. Por meio dele, a CVM visa a assegurar o fornecimento ao mercado de informações periódicas e eventuais sobre a companhia em si e

¹³¹ Dubeux (2007, p. 2) faz menção ao caso “Boi-Gordo”, em que houve a venda, pela *Fazendas Reunidas Boi-Gordo S/A*, de vários contratos de Investimento Coletivo, mas de acordo com o que foi apurado nos processos administrativos sancionadores da CVM, uma série de irregularidades foram praticadas pela empresa, dentre as quais se destaca a divergência entre a quantidade de cabeças de gado de fato existentes e a declarada pela companhia na distribuição dos títulos (PAS n. 6094/01; 0017/01; 3535/02 e 8473/01).

¹³² Eizirik *et. al.* (2008, p. 135-136) explicam que “a oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais”. Ensinam que os investidores interessados em se tornar titulares dos valores devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço pago é revertido ao ofertante. Há duas modalidades de ofertas: as primárias e as secundárias. Nas primárias, a companhia emite novos valores no mercado e os recursos são revertidos a ela própria, para financiar seus projetos de desenvolvimento ou suas necessidades de caixa; nas secundárias, os acionistas da companhia ou titulares de outros valores mobiliários de sua emissão vendem ao mercado os títulos de sua propriedade já emitidos pela companhia, hipótese em que os recursos não são destinados à companhia, mas ao próprio ofertante. Por fim, esclarecem que essa distinção não tem relevância para fins jurídicos, pois a Lei 6.385/1976 e a Instrução CVM n. 400/2003 as tratam de maneira uniforme.

sobre os negócios por ela realizados. Somente por meio desse registro é que a companhia está autorizada a negociar valores mobiliários no mercado de capitais. Está disciplinado nos artigos 21 da Lei 6.385/1976 e 4º, § 1º, da Lei 6.404/1976, regulamentados pela Instrução CVM n. 202/1993, que no artigo 1º estabelece que: “A negociação de valores mobiliários emitidos por sociedades por ações, em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão, depende de prévio registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de acordo com as normas previstas na presente Instrução” (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 137).

Dubeux (2007, p. 2) assevera que é desse registro que decorre o dever das companhias de divulgar demonstrações financeiras, pareceres de auditores independentes, fatos relevantes, dentre outras informações que permitam ao investidor conhecer a real situação em que se encontra a empresa.

O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por sua vez, compreende informações específicas sobre os valores mobiliários publicamente distribuídos e sobre a oferta pública em si. Está previsto no *caput* do artigo 19 da Lei n. 6.385/1976 e no artigo 4º, § 2º da Lei 6.404/1976, e regulamentado pela Instrução CVM n. 400/2003, alterada pela Instrução CVM n. 429/2006 (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 137-138).

Dubeux (2007) explica que as informações disponibilizadas por meio do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários são condensadas no ‘prospecto’ da emissão de valores, que consiste em um documento elaborado pelo emissor e pela instituição financeira intermediária, e que contém, em linguagem acessível, informações detalhadas sobre a oferta, como a situação financeira do emissor, as atividades da empresa, os seus administradores, as características e os prazos da oferta, os fatores de risco da emissão e, inclusive, em alguns casos, o estudo da viabilidade econômica do empreendimento.

A partir do pedido de registro, a CVM tem o prazo de vinte dias para se manifestar sobre ele (art. 8º da Instrução CVM n. 400/2003), o qual pode ser interrompido uma vez, caso a CVM solicite documentos e informações adicionais, concedendo-se prazo não superior a quarenta dias úteis, prorrogáveis por mais vinte, para o atendimento das exigências (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 155).

Eizirik *et. al.* (2008, p. 138) entendem que os registros da companhia e da distribuição pública estão inseridos no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste justamente na ampla divulgação de informações a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados. Por essa razão, explica que o registro não é um fim em si mesmo, mas sim um meio de proceder-se à ampla divulgação de informações aos investidores, de modo que a aplicação de sanção disciplinar não decorre da oferta sem

registro, mas sim de sua realização sem a prestação de informações necessárias para o pleno conhecimento dos riscos do empreendimento.

No entanto, com base na legislação vigente, o autor observa que não cabe à CVM realizar qualquer exame acerca da qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou sobre a conveniência do momento escolhido para a realização da distribuição pública. Isso porque o exame do mérito da distribuição cabe apenas aos investidores do mercado, e o registro apenas garante que as informações exigidas foram prestadas, encontrando-se à disposição dos interessados. A atuação estatal limita-se a propiciar o acesso igualitário às informações relevantes, cabendo aos investidores o julgamento sobre seu mérito (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 156-157).

No caso de distribuição pública de valores mobiliários de empresa já constituída, a CVM somente pode denegar o pedido de registro em duas hipóteses: a) caso a companhia não apresente as informações necessárias à avaliação, pelos investidores, do mérito do empreendimento, e previstas na regulamentação administrativa, ou as apresente de maneira incompleta ou insatisfatória; b) caso o estatuto social da companhia apresente irregularidades, ou os atos societários que precederam a emissão pública sejam ilegais ou viciados. O ato da CVM de aprovar ou não o registro é vinculado à legislação, não podendo fazê-lo por razões de conveniência e oportunidade. Por fim, pode a CVM suspender ou cancelar, a qualquer momento, a oferta pública de distribuição que esteja se processando em desacordo com o registro ou que tenha sido considerada ilegal, contrária à normalização ou fraudulenta, ainda que após obtido o registro (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 158).

Eizirik *et. al.* (2008, p. 160-162) explicam que a realização de uma distribuição pública de valores mobiliários sem o prévio registro na CVM, ou sem a divulgação das informações ao público, pode ter consequências administrativas, civis e criminais. Administrativamente, incumbe à CVM, de início, a suspensão ou o cancelamento da oferta não registrada, ou daquela que, embora registrada, seja considerada fraudulenta ou ilegal, ou da oferta, promoção ou anúncio publicitário realizados em desacordo com o registro ou com informações falsas, dolosas ou imprecisas (Lei 6.385/1976, artigo 20 e Instrução CVM 400/2003, artigo 19). Terão direito à restituição integral dos valores, os investidores que já tenham aceitado a oferta, no caso de cancelamento e aqueles que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão. A suspensão e o cancelamento podem ser decretados independentemente das medidas punitivas que eventualmente forem tomadas em procedimento administrativo sancionador.

Eizirik *et. al.* (2008, p. 161) ensinam que no exercício de seu poder disciplinar,

incumbe à CVM instaurar inquérito administrativo para apurar a responsabilidade administrativa de pessoas envolvidas na distribuição pública sem registro ou contendo informações incorretas ou falsas.

No âmbito civil, esclarecem que há duas questões essenciais a serem suscitadas: a) a eventual nulidade de subscrição de valores mobiliários emitidos sem o prévio registro na CVM ou sem a correta prestação e divulgação das informações requeridas; b) a responsabilidade civil da companhia e de seus administradores pelos prejuízos causados aos subscritores. A questão da nulidade da subscrição já foi objeto de análise pela antiga Superintendência Jurídica da CVM (Parecer 88/79), que se manifestou no sentido de que o ato é nulo, de pleno direito, quando não registrada a distribuição pública, podendo o subscritor pleitear a devolução dos valores pagos à companhia. Quanto à responsabilidade civil pelos prejuízos causados aos subscritores, não se exige produção de prova de culpa ou dolo, pois a responsabilidade é objetiva (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 161).

Por fim, o art. 7º da Lei 7.492/1986 sanciona criminalmente a conduta de quem emite, oferece ou negocia valores mobiliários sem registro prévio junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 162).

4.8 FUNÇÃO NORMATIVA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Eizirik *et. al.* (2008, p. 250-252) explicam que de todas as atividades desempenhadas pelas agências reguladoras, a função normativa é a mais criticada pela doutrina, sob o argumento de que representaria invasão da esfera destinada ao Poder Legislativo, em razão do princípio da separação dos poderes. No contexto da CVM, o exercício dos poderes para disciplinar o mercado tinha fundamento, desde o início, na delegação de poderes legislativos, desde que assim fosse determinado por lei competente. Isso porque, como regra, a atuação da Administração está sujeita à letra da lei. No entanto, os autores defendem que o tratamento da disciplina do mercado de capitais, no contexto da teoria da regulação, implica uma adaptação das teorias clássicas à nova realidade, de modo que é possível falar em atuações *quase-legislativas* e *quase-judicantes* das agências reguladoras, que passam a ser tratadas como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os Poderes estatais, mas mesmo assim sujeitas ao controle pelo Executivo, Legislativo e Judiciário.

Eizirik *et. al.* (2008, p. 253) esclarecem que com a proteção da autonomia e independência das entidades, procura-se defender sua atuação eficaz na regulação, mantendo o processo decisório protegido contra influências político-partidárias, ou pressões dos próprios regulados, geralmente detentores de grande poder econômico.¹³³

Ensinam, ainda, que a moderna teoria administrativa justifica a possibilidade de inovação dos atos administrativos emanados da Administração Indireta, utilizando-se do argumento da distinção entre regulação e regulamentação. A regulamentação é uma função política, atribuída aos chefes de Estado ou de Governo, que visa a complementar as normas legais, para explicitá-las e dar-lhes execução. A regulação, por sua vez, consiste em função administrativa, que decorre da abertura conferida pela lei para que o agente regulador pondere, de forma neutra, conflitos entre os interesses público e privado, potenciais ou efetivos. É por isso que se diz que a competência das agências não se limita à execução das leis, embora a englobe. Não se trata de delegação de poderes legislativos, pois a função reguladora não compete originalmente ao Poder Legislativo, mas sim, está presente em todos os Poderes, por se tratar de função normativa. Por tais razões, não se pode afirmar que a regulação estatal da economia exercida por meio das agências reguladoras padeceria de inconstitucionalidade formal em virtude da violação ao princípio da separação de poderes (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 253-254).

Aragão (2009, p. 379-381) destaca que o pluralismo e a complexidade da sociedade, somados ao número cada vez maior de atividades especializadas dependentes da interferência

¹³³ Incumbe fazer referência, nessa oportunidade, à teoria da captura, descrita por Eizirik *et. al.* (2008, p. 15-16): “Seria ingênuo pressupor que a regulação do mercado de capitais, como ocorre com a regulação de qualquer outra atividade econômica, visa apenas a atender objetivos de interesse público. Ao tratarmos dos objetivos da regulação do mercado de capitais, o que faremos em seguida, assumiremos que devem eles ser norteados pelo interesse público. Muitas vezes, porém, as normas reguladoras – e a própria atuação das agências reguladoras – conforme analisado pela ‘teoria da captura’, são ‘capturadas’ por agentes do mercado, que obtêm legislação favorável aos seus interesses. A teoria da ‘captura’, desenvolvida originalmente por cientistas políticos, considera que a regulação nada mais é do que uma resposta às demandas de grupos de interesse organizados, cada um deles atuando para maximizar os interesses de seus membros; ao longo do tempo, as agências reguladoras tenderiam a ser capturadas pelas indústrias reguladas, que constituem usualmente os grupos de pressão mais fortes e com mais recursos a exercer o ‘lobby’ sobre os processos de elaboração e aplicação da lei. A ‘captura surge principalmente quando os beneficiários pela regulação são difusos, enquanto os prejudicados são concentrados. Em tal situação, as agências reguladoras podem ser mais sensíveis aos interesses bem definidos dos regulados – e prejudicados – com determinada medida do que com os seus beneficiários difusos. Assim, em princípio, órgãos reguladores verticais, como são as agências setoriais de infra-estrutura, são mais suscetíveis à captura do que burocracias especializadas horizontais, responsáveis pela supervisão de mais de um setor da economia. As agências reguladoras do mercado de capitais, encarregadas da supervisão de um determinado setor da atividade econômica, podem, em princípio, ser mais facilmente ‘capturadas’ do que entidades que supervisionam diversos setores da economia, como são os órgãos que tratam da repressão aos abusos do poder econômico ou da defesa dos consumidores. (...) Quando a agência reguladora não é efetivamente independente, a ‘captura’ também pode ser promovida pelo próprio governo, particularmente quando há um grande número de importantes companhias abertas sob controle estatal, ou quando desejam os governantes obter uma regulação favorável a determinados objetivos da política econômica por eles tida como a mais adequada (...)”.

estatal, inviabilizou a continuidade do ordenamento monocêntrico e uniforme que abrangesse, de maneira geral e abstrata, todas as atividades e atores sociais sem levar em consideração suas particularidades. Por conseguinte, tornou-se imperioso especializar as matérias a serem reguladas e também os entes incumbidos da expedição das respectivas normas. Nas palavras do autor, “a necessidade de descentralização normativa, principalmente de natureza técnica, é a razão de ser das entidades reguladoras independentes, ao que podemos acrescentar o fato de a competência normativa, abstrata ou concreta, integrar o próprio conceito de regulação”.

Em razão das peculiaridades do mercado que disciplina, que exige rapidez e dinamicidade, a CVM, embora sujeita ao princípio da legalidade, possui maior liberdade de atuação dos que as demais autarquias especiais, podendo inovar a lei, disciplinar o acesso de agentes privados ao mercado e regular sua conduta (EIZIRIK *et. al.* 2008, p. 255).

As normas criadas pela CVM não são publicadas sem que o mercado tenha a oportunidade de manifestar-se sobre elas, permitindo-se inclusive que participe de sua elaboração. A CVM entende que, ao assim agir, inevitavelmente serão elaborados documentos mais condizentes com a realidade do mercado, além de propiciar um maior comprometimento dos entes regulados, pelo fato de terem participado de sua elaboração. A audiência pública é, assim, um mecanismo que acompanha quase todo processo normativo da CVM. As minutas de projetos de normas são colocadas à disposição dos interessados para que eles se manifestem sobre elas. Além disso, complementarmente, realizam-se seminários e eventos do gênero até que, obtido o maior nível de compreensão e adesão do mercado, a norma possa ser baixada (CVM, 2009, p. 11).

Os atos normativos decorrentes das atribuições normativas são os seguintes: instrução, deliberação, parecer, parecer de orientação, nota explicativa, portaria e ato declaratório. A instrução compreende os atos por meio dos quais a CVM regulamenta as matérias expressamente previstas nas Leis 6.385/1976 e 6.404/1976;¹³⁴ a deliberação consubstancia todos os atos de competência do Colegiado, nos termos do regimento interno; o parecer responde à consulta específica que vier a ser formulada por agentes do mercado e investidores, ou por membros integrantes da CVM, a respeito de matéria por ela regulada; o parecer de orientação corporifica o entendimento da CVM sobre matéria que lhe caiba regular, fornecendo aos agentes do mercado orientação sobre o assunto; nota explicativa torna públicos os motivos que levaram a CVM a baixar normas ou apresentar proposição ao CMN,

¹³⁴Kümpel (2007, p. 16) ressalta apenas que as instruções “não excluem a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nela negociados”.

além de fornecer explicações sobre a utilização da norma; a portaria compreende os atos referentes à administração interna da CVM; o ato declaratório, por fim, é o documento por meio do qual a CVM credencia ou autoriza o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários (CVM, 2009, p. 11-12).

A CVM já editou diversos regulamentos derivados da Lei 6.404/1976 e da Lei 10.303/2001 concernentes ao dever de informação e à prevenção do *insider trading*:

4.8.1 Regulamentos derivados da Lei 6.404/1976

Proença (2005, p. 283) explica que a Instrução 31/84, criada para disciplinar a divulgação e o uso de informações relacionadas a ato ou fato relevante a respeito das companhias abertas e sobre a CVM, regulamentou os dispositivos da LSA que disciplinam o “dever de informar” (art. 157) e proíbem o *insider trading* (art. 155, parágrafo 1º).

A referida instrução regulamentou a norma do § 4º, do art. 157, da LSA, particularmente quanto à noção de ‘ato ou fato relevante’; definiu o conceito de responsável principal pela divulgação de ato ou fato relevante; estendeu o dever de guardar sigilo (art. 155, § 1º) não só aos administradores, mas também aos acionistas controladores; expandiu o elenco de potenciais *insiders* e a ele equiparou qualquer pessoa que tivesse acesso à informação relevante, desde que soubesse tratar-se de informação privilegiada, não divulgada ao mercado – o que foi posteriormente endossado pela Lei 10.303/2001 (PROENÇA, 2005, p. 301-289).

Também foi regulamentado, pela Instrução, o disposto nos artigos 157, *caput*, da LSA e 22, parágrafo único, V da LVM. Os artigos 13, 14, 15 impõem aos administradores e acionistas controladores o dever de comunicar à própria companhia, a quantidade e características dos valores mobiliários de sua emissão e de emissão das sociedades controladas e/ou controladoras abertas dos quais são titulares, imediatamente após a investidura no cargo ou a aquisição do controle acionário, bem como os valores mobiliários de que sejam titulares seus cônjuges e dependentes. Devem também dar ciência de todas as negociações que realizarem com valores mobiliários de sua emissão, bem como de emissão de companhia, dela controladora ou por ela controlada (PROENÇA, 2005, p. 288).

O parágrafo 5º do art. 157 da LSA foi regulamentado pelo art. 4º da Instrução Normativa, que estabeleceu que apenas excepcionalmente os atos ou fatos relevantes podem

deixar de ser divulgados, se os administradores entenderem que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia. Além disso, o parágrafo único do art. 4º determina a divulgação do ato ou fato se a informação escapar ao seu controle ou a cotação das ações apresentar oscilações atípicas, além de dar poderes à CVM para avaliar a informação mantida em sigilo e decidir se deve ou não ser revelada (PROENÇA, 2005, p. 288-289).

No art. 8º, 17 e 19 da Instrução Normativa 31/84 também foram reguladas matérias referentes ao dever de informação.

A referida Instrução foi posteriormente revogada pela Instrução Normativa 358/2002, que por sua vez sofreu alterações pela Instrução Normativa 369/2002. Entretanto, seus dispositivos foram nelas mantidos (PROENÇA, 2005, p. 283).

4.8.2 Regulamentos derivados da Lei 10.303/2004

4.8.2.1 A Instrução CVM 358/2002

A Instrução 358/2002 “dispõe sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição do lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado”. Além disso, “revoga a instrução CVM 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do artigo 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM 299, de 9 de fevereiro de 1999”. A referida Instrução representou uma atualização das normas regulamentares da CVM em decorrência das modificações introduzidas pela Lei 10.303/2001 (PROENÇA, 2005, p. 308).

Complementou o conceito de ato ou fato relevante, aperfeiçoando a definição anterior e atribuindo o caráter meramente exemplificativo a esse gênero de informação; catalogou os titulares do dever e responsabilidade quanto à divulgação de ato ou fato relevante ; disciplinou o modo como deve ocorrer a divulgação etc. (PROENÇA, 2005, p. 294-297).

Segundo Cantidiano, a Instrução 358/2002 foi considerada, pela Organização

Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), um parâmetro de norma regulatória sobre o tema (2007, p. 220-222).

4.8.2.2 A Instrução CVM 369/2002

Referida Instrução deu nova redação aos artigos 9º, 12 e 13 e prorrogou os prazos previstos nos artigos 24 e 25 da Instrução 358/2002, todos relacionados com a prevenção de *insiders* (PROENÇA, 2005, p. 298)

4.9 ATUAÇÃO PREVENTIVA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 258), um dos exemplos da atuação preventiva da CVM refere-se às manifestações de entendimento, que embora não estejam previstas em nenhum dispositivo legal, fundamentam-se no art. 13 da Lei 6.385/1976, quando estabelece que “a CVM manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes de mercado de valores mobiliários ou qualquer investidor”. Explicam que “a manifestação de entendimento consiste na divulgação, por parte da CVM, de opiniões sobre possível ocorrência de ilegalidade num caso concreto, assim como sobre a existência de violação de regulamento, norma estatutária, contratual ou proveniente de auto-regulação”. Esclarece que possui cunho eminentemente interpretativo e visa a divulgar aos agentes do mercado o entendimento da CVM sobre os assuntos de sua competência. Geralmente decorre de uma consulta ou reclamação. Além disso, quando proferida pelo Colegiado, a manifestação vincula a Administração Pública quanto à opinião proferida.

Não se pode deixar de mencionar, neste tópico, que em função do crescimento do mercado de capitais e da relevância da proteção dos investidores, a CVM criou uma superintendência especificamente voltada ao relacionamento com os investidores, denominada Superintendência de Proteção e Orientação a Investidores, com o objetivo de orientar e promover projetos educacionais, destinados a ampliar o conhecimento dos agentes quando às características do mercado e da função do órgão regulador. Em seu trabalho de orientação, a Superintendência não entra no mérito das opções de investimentos, nem sobre

qualquer empresa ou instituição, mas procura propiciar ao investidor os meios para que ele mesmo realize as avaliações de seus investimentos. A Superintendência também desenvolve um programa de divulgação de informações sobre o mercado de capitais por meio do fornecimento de cartilhas e cadernos, além de realizar palestras em universidades (CVM, 2009, p. 21).

A Superintendência surgiu em razão da necessidade de implantar-se uma estrutura própria para a administração do PRODIN – Programa de Orientação e Defesa do Investidor, órgão semelhante ao PROCON, destinado a oferecer ao investidor todos os meios para conhecer o mercado de valores mobiliários e nele atuar munido das informações necessárias e orientar-lhe, na hipótese de ser vítima de irregularidades, a obter a devida reparação (CVM, 2009, p. 21).

4.10 FUNÇÃO FISCALIZADORA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A CVM, na qualidade de agência reguladora do mercado de valores mobiliários, é responsável pela sua fiscalização, coibindo e punindo condutas que lhe sejam prejudiciais. Trata-se do exercício do poder de polícia conferido à Administração Pública, já que consiste em limitação à liberdade individual em prol do interesse público (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 260).

Kümpel (2007, p. 32) ensina que a confiança dos investidores na capacidade funcional dos mercados de capitais é fortalecida também pela fiscalização estatal. Deve-se assegurar que as cotações correspondam às condições reais de mercado e sejam livres de manipulações, e o investidor deve poder confiar nisso.

O artigo 9º, incisos e § 1º da Lei 6.385/1976 habilitam a CVM a investigar fatos e a impor condutas para prevenir ou reprimir danos aos investidores. No exercício da função fiscalizadora, conferem-se à CVM poderes para: a) examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos etc.; b) intimar as pessoas arroladas para a prestação de informações; c) requisitar informações a outros órgãos públicos; d) determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações; e) apurar atos ilegais, aplicando-lhes penalidades previstas no artigo 11, (...); f) suspender a negociação de valores mobiliários; g) suspender ou cancelar registros; h) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; i) proibir aos

participantes do mercado a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular, chamado de *stop order*.

Ainda, o Decreto 6.382/2008 atribui à Superintendência de Fiscalização Externa da CVM a incumbência de realizar inspeções nas entidades integrantes do mercado de valores mobiliários¹³⁵ (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 262).

A competência fiscalizatória da CVM está prevista, de forma genérica, no art. 8º, III, da Lei 6.385/1976. Além disso, dispositivos esparsos acrescem poderes à competência fiscalizatória da CVM, como o art. 8º, V, que permite à CVM fiscalizar e inspecionar companhias abertas; o art. 9º, § 1º, acima mencionado; e o art. 9º, § 6º, que se refere à punição, pela CVM, de condutas fraudulentas que tenham produzido efeitos dentro do território nacional, ainda que praticadas fora (EIZIRIK *et.al.*, 2008, p. 248-249).

4.11 FUNÇÃO REPRESSIVA DA CVM

4.11.1 Processo administrativo sancionador

A possibilidade de promover processos administrativos sancionadores é considerada uma decorrência da competência fiscalizatória das agências reguladoras (ARAGÃO, 2009, p. 317).

Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 270-273), no contexto da disciplina do sistema financeiro e do mercado de capitais, o direito administrativo sancionador representa reflexo do exercício do poder de polícia do Estado. É por meio do processo administrativo sancionador que a Administração Pública, no exercício do seu poder de polícia e obedecendo sempre o postulado do devido processo legal, aplica penalidades administrativas às pessoas que praticam atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos. O processo administrativo sancionador da CVM deve observar normas procedimentais específicas e também as disposições da Lei 9.781/1999, que estabelece os princípios

¹³⁵ Lemos (2005, p. 10-11) ensina que no caso específico da CVM, a fiscalização ocorre por meio da supervisão, que denomina fiscalização indireta, e também por meio de inspeções, também chamada de fiscalização direta. A supervisão é feita por meio da utilização de sistemas de informática, com análise e filtros de bancos de dados ou acompanhamento *on line* de operações, principalmente aquelas realizadas em bolsa de valores ou de futuros (derivativos) ou no mercado de balcão organizado. As inspeções, por outro lado, são presencias, realizadas no ambiente das entidades reguladas, podendo ser preventivas ou repressivas.

orientadores do processo administrativo da Administração Pública Federal, tais como: legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, contraditório, ampla defesa, publicidade e segurança jurídica.

A necessidade de separação entre as fases de instrução e decisão, para garantir a imparcialidade da decisão proferida, foi explicitada no Parecer de Orientação n. 6/1980 e foi fortalecida pelo Decreto 6.382/2008, que modificou a estrutura organizacional da CVM pela criação da Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), destinada a conduzir os processos administrativos sancionadores e promover a separação das funções de fiscalização das funções acusatórias, propiciando, assim, maior eficiência na condução dos processos (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 274).

A SPS é responsável pela condução dos processos administrativos sancionadores (art. 9º, V e § 2º da Lei 6.385/1976), e atua junto com a Procuradoria Federal Especializada da CVM-PFE, co-responsável pela elaboração do relatório de acusação. Há duas fases no processo administrativo sancionador: a primeira é a de investigação e a segunda é a do contraditório, a qual se inicia com a intimação dos indiciados para apresentação de defesa. Além disso, há duas modalidades de procedimento administrativo sancionador: a primeira, denominada procedimento de rito ordinário, é regida pela Resolução CMN 454/1977 e pela Deliberação CVM 538/2008; a segunda, denominada procedimento sumário, é regulada pela Resolução CMN 1.657/1989, com as alterações introduzidas pela Resolução CMN n. 2.785/2000 e pela Instrução CVM n. 251/1996, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM 335/2000 (EIZIRIK *et. al.* 2008, p. 275).

De acordo com Proença (2005, p. 124), instrumentando-se para a repressão do *insider trading*, a Lei de Valores Mobiliários, no art. 9º, V, atribuiu à Comissão de Valores Mobiliários a competência para instaurar inquérito administrativo, destinado a apurar atos ilegais e condutas não equitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.

4.11.2 Sanções administrativas

O art. 11 da Lei 6.385/1976, com a redação dada pela Lei 9.457/1997 estabelece que a CVM poderá impor aos infratores das normas previstas nessa lei, na lei de sociedades por ações, nas suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba

fiscalizar, as seguintes penalidades: I – advertência; II – multa; III – suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV – inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI – cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII – proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII – proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Existe ainda a possibilidade de aplicação de multas cominatórias em determinadas situações – a qual não se confunde com a multa decorrente da prática de atos ilícitos apurados no âmbito do processo administrativo sancionador – o que se considera bastante eficiente para os casos em que se exige a prestação de informações pelas companhias (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 333).

Ressalte-se que a deficiência de informações apresentadas à CVM é imediatamente comunicada à companhia, com a determinação de elaborar as correções necessárias e, no caso de publicação já realizada, de republicá-la. A ausência de apresentação da informação nos prazos estabelecidos, sujeita a empresa à multa cominatória e, no caso de insistência na falta, ao rito do inquérito administrativo (CVM, 2009, p. 19).

De acordo com o art. 9º, *caput*, II da Lei 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários poderá intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações ou esclarecimentos, sob pena de multa cominatória, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11. As pessoas a que se refere o dispositivo são as seguintes: a) as integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 15); b) as companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; c) os fundos e sociedades de investimento; d) os auditores independentes; e) os consultores e analistas de valores mobiliários; f) outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de irregularidades a serem apuradas nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas. A Instrução CVM 452/2007 regulou a imposição de multas cominatórias às

pessoas que deixam de prestar informações exigidas (EIZIRIK *et. al.* 2008, p. 333).

A pessoa ou instituição multada poderá recorrer ao Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, mas o recurso não tem efeito suspensivo (CVM, 2009, p. 19).

As decisões proferidas pela CVM estão sujeitas ao controle pelo Poder Judiciário, que não pode, porém, ingressar na análise da conveniência e oportunidade das medidas adotadas pelo órgão regulador.

4.12 A CVM COMO ÓRGÃO JULGADOR E SOLUCIONADOR DE CONFLITOS

Lemos (2005, p. 13) observa que a solução de conflitos está tradicionalmente vinculada ao Poder Judiciário, mas que pode ocorrer extrajudicialmente, por meio da consensualidade, ou seja, do pacto entre as partes, além de poder ser estabelecida, na esfera administrativa, pelo poder julgador do órgão regulador.

Muitos doutrinadores criticam a atuação da CVM como órgão julgador dos conflitos que surjam no contexto do mercado de capitais. Para Cateb (2008, p. 269-270), a finalidade principal da CVM é a de atuar na prevenção de litígios, ou seja, expedir normas de conduta, com finalidade exclusivamente preventiva. Defende que, ao atuar como ente regulador do mercado de valores mobiliários, a CVM não pode atuar na solução de conflitos societários senão legislando sobre qualquer assunto relativo às sociedades anônimas e seus acionistas.

Por outro lado, segundo Alexandrino e Paulo (2010, p. 168-169), a solução de conflitos pelas agências reguladoras não destoa de nosso ordenamento jurídico, pois isso não significa afastar do controle judicial os atos das agências (CF, art. 5º, XXV). Ressalta que a solução de conflitos pelas agências possui algumas características peculiares, como o fato de seu corpo técnico ser altamente especializado nas matérias de que resultam os conflitos, as quais geralmente são de extrema complexidade, bem como o fato de o Poder Judiciário só atuar quando provocado, enquanto as agências devem, além de realizar a mediação e solução de conflitos de forma homogênea e sistemática, atuar na prevenção do surgimento de conflitos, mediante controle prévio e acompanhamento constante da atuação das empresas reguladas. Além disso, destacam os autores que as decisões das agências reguladoras tendem a ser uniformes, proporcionando, por conseguinte, maior previsibilidade quanto aos seus posicionamentos. Entende-se que a atuação do Judiciário, por ser dependente de provocação, é episódica e aleatória. As decisões são proferidas por inúmeros juízes singulares, somente

alcançando a uniformização após muitos anos, quando são apreciadas pelos tribunais superiores.

Lemos (2005, p. 13) pondera que essa flexibilização e consensualidade adotadas pela CVM tornam mais eficiente o sistema regulatório em atingir seus objetivos de estabelecer o equilíbrio e a credibilidade entre os participantes da atividade regulada, imprimindo a velocidade necessária à solução de conflitos de interesses e abrindo uma nova alternativa à via Judicial, conhecida pela morosidade.

Reitere-se que as decisões da CVM não estão livres do controle pelo Poder Judiciário, salvo quanto a questões de conveniência e oportunidade.

4.13 TERMO DE COMPROMISSO FIRMADO COM A CVM

O Termo de Compromisso foi consagrado, no sistema regulatório do mercado de capitais, por meio da introdução, pela Lei 9.457/1997, dos §§ 5º a 8º ao artigo 11 da Lei 6.385/1976, com o intuito de permitir a celebração de acordo entre o investigado/acusado da prática de um ilícito e o ente público responsável por sua apuração e condenação (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 339).

Trata-se, segundo Lemos (2005, p. 12 e 19), da flexibilização do exercício do poder sancionador da CVM. Também é considerado um importante instrumento de composição de conflitos entre os administrados. Tem como objetivo solucionar conflitos de interesses transindividuais.

De acordo com o disposto no § 5º do art. 11, a CVM poderá, a seu critério, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de capitais, se o investigado/acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

O termo de compromisso, na medida em que implica concessões de ambas as partes, é considerado uma transação. Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 340-341), embora os dispositivos referentes ao poder de polícia da CVM sejam considerados de ordem pública e, por isso, indisponíveis, mesmo assim seriam passíveis de transação, já que se trata de uma forma rápida e eficiente de alcançar a sua realização, por meio da suspensão de atos que poderiam ser considerados ilícitos e/ou indenização dos eventuais prejudicados. Isso porque, segundo o

autor, a atividade regulatória envolve uma ponderação entre custos e benefícios, cabendo à CVM, entre as distintas opções (aplicação de penalidades x acordo) optar pela que represente a maximização do interesse coletivo. O termo de compromisso é instrumento hábil a conferir à CVM maior flexibilidade e celeridade na implementação de seus objetivos.

Convém ressaltar que, de acordo com o § 6º do art. 11, o compromisso não importará confissão quanto à matéria fática, nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada. O acordo é firmado tão somente para evitar os custos desnecessários que poderiam advir da continuação do processo sancionado (EIZIRIK *et. al.* 2008, p. 344).

O § 7º do art. 11 atribui ao termo de compromisso a qualificação de título executivo extrajudicial, podendo, dessa forma, ser executado judicialmente pela parte prejudicada.

Por fim, o § 8º do art. 11 preceitua que, não cumpridas as obrigações no prazo firmado, a CVM dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, aplicando as penalidades cabíveis.

Segundo Bocater (1999, p. 212), a possibilidade de estabelecer termos de compromisso, com possibilidade de indenizar as partes prejudicadas, é uma inovação importante, pois esse instrumento, que é de extrema utilidade, “evita a necessidade de recurso ao Poder Judiciário, possibilitando uma ação mais imediata, com repercussão concreta para os investidores prejudicados”.

Lemos (2005, p. 21) também destaca a eficiência do instrumento, pelo fato de que no período de junho de 1997 a março de 2005, a CVM firmou 32 Termos de Compromisso, dos quais apenas dois não foram cumpridos e ensejaram a continuidade dos respectivos Processos Administrativos Sancionadores.

4.14 A CVM COMO *AMICUS CURIAE* NOS PROCESSOS JUDICIAIS

A CVM pode atuar como *amicus curiae* nos processos judiciais que envolvam questões relativas ao mercado de valores mobiliários. Essa competência da CVM encontra amparo legal no artigo 31 da Lei 6.385/1976, que estabelece o seguinte: “Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias, a contar da intimação”.

Eizirik *et. al.* (2008, p. 263) explicam que o *amicus curiae* é instituto originário do

direito norte-americano e permite a interferência de terceiros em processos judiciais que podem causar impactos na sociedade como um todo. No contexto do mercado de capitais, como são raros os órgãos judiciais dotados de competência especializada, resolveu-se dotar a CVM dessa possibilidade, com o intuito de promover a melhor adequação das decisões referentes a tais matérias.

Ribeiro (2007, p. 41) destaca que essa falta de especialização dos órgãos judiciais acaba afastando investidores mais avessos ao risco, principalmente os pequenos investidores.

A atuação da CVM, como *amicus curiae*, realiza-se por meio da Procuradoria Federal Especializada, que após receber intimação, emite opinião técnica sobre o tema debatido no processo, fornecendo informações, como jurisprudência administrativa, legislação e doutrina aplicáveis ao caso concreto, para fornecer ao juiz os esclarecimentos necessários à tomada de sua decisão. O parecer do *amicus curiae* se dá apenas após a manifestação das partes, o que propicia à CVM conhecer todos os aspectos da questão antes de emitir seu posicionamento (“§ 1º. A intimação far-se-á, logo após a contestação, por mandado ou por carta com aviso de recebimento, conforme a Comissão tenha, ou não, sede ou representação na comarca em que tenha sido proposta a ação”). Além disso, após seu parecer, a CVM será intimada de todos os atos subseqüentes, podendo interpor recurso quando as partes mantiverem-se inertes (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 263-264).

Caso o juiz não determine a intimação da CVM, as próprias partes podem solicitar a sua manifestação no processo. Entretanto, elas não possuem qualquer garantia de que as manifestações da CVM lhes serão favoráveis, pois o ingresso da instituição na demanda visa, independentemente de quem originou sua intervenção, apresentar seu posicionamento imparcial, técnico, qualificado sobre a matéria de sua competência. Além disso, o juiz não está obrigado a decidir conforme o parecer da CVM, muito embora sua opinião seja de grande relevância para a compreensão das questões discutidas no processo, contribuindo para a maior eficiência e desenvolvimento do mercado (EIZIRIK *et. al.*, 2008, p. 263-264).

Háfez (2007, p. 1) em artigo publicado no Espaço Jurídico Bovespa, aponta para o baixo índice de intimações da CVM para atuar como *amicus curiae* nos processos judiciais, pois alguns juízes ainda desconhecem a possibilidade de utilizar a colaboração da Procuradoria Especializada na tomada de suas decisões.

Essa falta de aplicação do comando imperativo do art. 31 da Lei 6.385/1976 pelos magistrados, segundo Figueiredo (2010, p. 333), dificulta o trabalho informativo e pedagógico da Comissão de Valores Mobiliários, além de ser uma das causas da falta de

jurisprudência brasileira sobre o mercado de valores mobiliários.¹³⁶

4.15 A CVM E O MINISTÉRIO PÚBLICO

A CVM é responsável por denunciar ao Ministério Público a ocorrência de indícios de ilícito penal nos processos em que apura irregularidades no mercado, o que está previsto no art. 12 da Lei 6.385/1976, no art. 28 da Lei 7.492/1986 e no art. 9º da Lei Complementar 105/2001 (CVM, 2009, p. 9).

Segundo Eizirik *et. al.* (2008, p. 267-268), a comunicação ao Ministério Público somente deve ser realizada após o término do processo administrativo, para que não sejam prestadas informações duvidosas ou incorretas.

Além disso, a CVM também atua em conjunto com o Ministério Público nas hipóteses previstas na Lei 7.913/1989, que instituiu o regime específico para a hipótese de ajuizamento de ação civil pública destinada à repressão de danos causados aos investidores no mercado de capitais. A referida lei confere legitimidade ao Ministério Público para, de ofício ou por solicitação da CVM, adotar as medidas judiciais cabíveis para evitar prejuízos ou obter ressarcimento aos danos causados aos investidores.

Ademais, a CVM pode habilitar-se como litisconsorte do Ministério Público ou como seu assistente processual (art. 5º, § 2º). A CVM tem se utilizado dessa prerrogativa para, em cooperação com o Ministério Público, coibir a prática de ilícitos no âmbito do mercado de capitais, destacando-se sua atuação na repressão do uso indevido de informações privilegiadas. Inclusive, ambos firmaram convênio para institucionalizar sua atuação conjunta na repressão do *insider trading*, para conferir agilidade à sua atuação preventiva e repressiva (EIZIRIK *et. al.* 2008, p. 269).

¹³⁶ Figueiredo (2010, p. 332, 333) assevera que ainda não se pode falar na existência de uma jurisprudência brasileira sobre o mercado de valores mobiliários, o que se deve, segundo sociólogos jurídicos norte-americanos, aos seguintes fatores: *carestia das custas processuais e dos honorários de advogado; morosidade da justiça; falta de treino dos magistrados para lidar com problemas financeiros complexos, o que reduziria a expectativa de decisões justas; relutância em litigar, não inteiramente explicada por todos os fatores acima; e desconfiança de que mesmo as decisões justas venham a ser executadas* (Poser, *Securities Regulation in Developing Countries*, in: *Virginia Law Review*, 52/1925, 1966). Apontam-se, além desses fatores, os dados estatísticos do Departamento Nacional de Registro do Comércio, no sentido de que de todas as empresas registradas no Brasil de 1985 a 1997, menos de 1% são sociedades anônimas.

4.16 A CVM E A PROTEÇÃO COLETIVA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS

Em 7 de dezembro de 1989 foi promulgada a Lei 7.913/89, que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados a investidores no mercado de capitais. De acordo com o art. 1º da referida lei, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: I – operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; II – compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; III – omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa. Ressalte-se que o inciso II trata do *insider trading*, que já foi analisado anteriormente.

De acordo com Zaclis (2007, p. 168), embora os interesses ou direitos que a Lei 7.913/1989 visa a proteger sejam privativos dos investidores, certo é que ela, da maneira como estruturada, ostenta as características de uma ação civil pública, em razão do subjacente interesse social no correto funcionamento do mercado e no efetivo cumprimento das normas jurídicas que o disciplinam, bem como da circunstância de que os interesses em jogo referem-se a uma massa de investidores de valores unitários inexpressivos, os quais são considerados difusos enquanto não individualizados por meio da habilitação decorrente da sentença condenatória.

O MP possui, portanto, legitimidade ativa para a ação. O autor defende que a CVM também deveria ser admitida como parte legítima para figurar no pólo ativo da demanda, e não apenas como *amicus curiae*, mas se trata de posição minoritária na doutrina.

4.17 A CVM E A GLOBALIZAÇÃO

Com a globalização, surgiu a necessidade de troca de informações e cooperação entre organismos internacionais. Desse modo, a CVM vem trabalhando em conjunto com comissões de valores estrangeiras, com o intuito de estreitar a cooperação mútua. Esse trabalho está materializado em Memorandos de Entendimento (MOU – *Memorandum of Understanding*), celebrados entre a CVM e outras comissões, e na participação em organismos internacionais, como a IOSCO – *International Organization of Securities Commissions* (que teve a CVM como uma de suas fundadoras) e o COSRA – *Concil of Securities Regulators of the Américas*. Os MOUs estabelecem canais de comunicação entre os signatários, para fornecer assistência em investigações internacionais sobre fraudes e irregularidades nos mercados, além de trocas de informações para o aperfeiçoamento de tais mercados (CVM, 2009, p. 24).

Além dos MOUs, a CVM firmou Declarações de Cooperação Multilaterais. A Declaração de Windsor foi firmada pelos órgãos reguladores de 16 países responsáveis pela supervisão dos principais mercados de derivativos do mundo, com o objetivo de promover a cooperação internacional e a troca de informações entre os signatários, visando a melhorar os padrões de regulação e supervisão dos mercados futuros, para minimizar o risco sistêmico e promover a proteção do investidor. A Declaração de Boca Ratón também foi firmada com o escopo de facilitar e fortalecer a troca de informações entre as partes (CVM, 2009, p. 25).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Garantir o desenvolvimento nacional é um dos objetivos da República Federativa do Brasil, conforme previsão do artigo 3º da Constituição Federal. Inserido na definição de desenvolvimento nacional está o de desenvolvimento da economia do país, que é objeto de diversos outros dispositivos constitucionais, localizados nos mais variados capítulos de nossa Constituição Federal.

Nesse contexto, impõe-se ressaltar que está cada vez mais disseminada a certeza a respeito da importância do mercado de capitais para o desenvolvimento da economia nacional, tendo em vista que é capaz de proporcionar uma capitalização mais rápida e eficiente às empresas de capital aberto, incentivando e intensificando o fluxo de capitais e, ao mesmo tempo, estimulando a poupança e o investimento. O Sistema Financeiro Nacional, que compreende o mercado de capitais, também é objeto de tutela em diversos dispositivos constitucionais. Merece destaque o previsto no art. 192 da Constituição Federal, que estabelece que “o Sistema Financeiro Nacional deve ser “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem (...)”.

Essa preocupação do Estado com o desenvolvimento econômico, conforme se observou neste trabalho, é muito antiga e já perpassou diversas fases ao longo da história. Vislumbram-se diversos níveis e formas de interferência do Estado no domínio econômico, a depender do posicionamento político adotado. Todos os países sofreram e ainda sofrem, em maior ou menor grau, influências do Liberalismo, do Socialismo e do Neoliberalismo em sua organização estatal. Muitas teorias surgiram, após o nascimento do Estado Moderno, para explicar e aperfeiçoar as interações entre Estado e Economia. Hoje, muitos defendem a necessidade de adotar os preceitos da “Terceira Via”, que busca, em síntese, conciliar e harmonizar os valores e os princípios éticos do socialismo com as liberdades de mercado do liberalismo. Os defensores da “Terceira Via” também entendem que uma sociedade forte, ou seja, caracterizada pela solidez dos laços de confiança, mutualidade, cooperação e respeito entre seus cidadãos, revigora a economia.

Estado, Economia, Sociedade, Direito. São infinitas as inter-relações entre todos eles e são inúmeros os benefícios decorrentes da realização de seu estudo conjunto. A Análise Econômica do Direito foi a teoria-base utilizada neste trabalho para explicar e justificar, entre outras questões, as vantagens que podem ser obtidas com o reconhecimento da importância da

interdisciplinaridade entre Direito e Economia para o desenvolvimento do sistema econômico do país.

A Análise Econômica do Direito surgiu, como visto, a partir da elaboração de teorias econômicas a respeito de assuntos jurídicos, e posteriormente passou também a ser objeto de estudo pelos juristas. Trata-se de uma teoria que vem se aperfeiçoando consideravelmente ao longo do tempo e que tem adquirido cada vez mais adeptos pelo mundo. No Brasil, vários doutrinadores têm se destacado no desenvolvimento da teoria, mas ainda são incipientes seus estudos, comparativamente com outros países.

Verificou-se, no decorrer deste trabalho, que a Análise Econômica do Direito apresenta algumas premissas para sua aplicação, como a escolha racional, a eficiência, as falhas de mercado (assimetria de informações, disparidade de poderes entre os agentes, externalidades, custos de transação), além de teorias importantes para explicar algumas lógicas econômicas, como a Teoria dos Jogos e a Teoria dos Custos de transação.

De acordo com os estudos realizados, constatou-se que o mercado não funciona de maneira perfeita, ou seja, apresenta falhas, as quais prejudicam a maximização da eficiência e o desenvolvimento da economia. Enfoque especial foi atribuído à assimetria de informações, uma das falhas de mercado verificadas quando uma das partes possui mais informações do que a outra no momento da negociação.

A existência de falhas demonstra que o mercado, por si só, não consegue atingir o máximo de eficiência, ou seja, necessita da intervenção estatal no domínio econômico. A solução encontrada para corrigir tais distorções mercadológicas está justamente no aperfeiçoamento do marco regulatório. A regulação do mercado, que também é objeto de estudo da Análise Econômica do Direito, é realizada de diversas maneiras pelo Estado e contribui para o aumento do grau de confiança, segurança e previsibilidade das relações econômicas e, por conseguinte, para a redução dos custos de transação, facilitando as negociações.

Uma das formas de promover a regulação estatal do mercado dá-se por meio da atuação dos entes reguladores e das agências reguladoras, instituições que visam precipuamente a induzir os agentes econômicos a adotarem determinados comportamentos para que os recursos escassos sejam direcionados aos locais onde haja maior demanda de investimento e a agirem de modo que, na busca da maximização dos lucros, não deixem de respeitar o interesse público e social. A existência de instituições fortes e respeitadas, para os estudiosos da Análise Econômica do Direito, representa fator essencial para o desenvolvimento da economia, na medida em que exercem papel fundamental na organização

da atividade econômica. Nesse contexto, realizou-se o estudo da Comissão de Valores Mobiliários, instituição responsável pela regulação do mercado de capitais.

No âmbito do mercado de capitais, realizam-se operações referentes à emissão pública de valores mobiliários, com o intuito de capitalizar as empresas emissoras, que geralmente são sociedades anônimas abertas. Trata-se de uma forma de investimento caracterizada pelo maior grau de risco, comparativamente com outras atividades, tendo em vista que o retorno dos investimentos está relacionado com a lucratividade da empresa que emite o título.

Em razão das peculiaridades inerentes a esse mercado, considerado extremamente complexo, sua regulação necessita ser eficiente e dinâmica, para que as falhas nele verificadas sejam corrigidas de maneira a espelhar segurança aos investidores e atrair seu interesse para essa forma de investimento, ao invés de direcionarem seus recursos para outros setores do mercado.

Uma das falhas que mais causa distorções no mercado de capitais é justamente a assimetria de informações, uma vez que a companhia emissora das ações sempre possui mais dados sobre a liquidez dos títulos emitidos do que os investidores interessados em adquiri-lo. E é exatamente na correção dessa falha que a Comissão de Valores Mobiliários mais direciona sua atenção e dirige seus esforços.

Como bem mencionou Proença (2005, p. 129, 132 e 140), o acesso à informação sempre foi essencial para a humanidade, seja para resolver questões simples do cotidiano, seja para contribuir para o desenvolvimento tecnológico, científico e até mesmo místico. Com os avanços da informática e a globalização, as informações tornaram-se hábeis a fluir com tanta rapidez e dinamicidade, que um simples dado revelado de forma equivocada ou insuficiente passou a ser capaz de acarretar prejuízos irreparáveis não só aos envolvidos, mas também a toda a sociedade. A internet propiciou que em curto espaço de tempo pudessem ser trocadas inúmeras informações e também realizadas múltiplas negociações, com movimentação de grandes quantidades de recursos. Por tais razões, é notória a importância que tem a informação no âmbito do mercado de capitais.

Conforme se constatou, para o desempenho de suas funções, a Comissão de Valores Mobiliários adotou a política do *Full Disclosure*, ou da ampla transparência e da ampla e completa divulgação de informações a respeito das empresas e dos valores mobiliários por elas ofertados, condições essenciais para o funcionamento eficiente do mercado de capitais. A autarquia parte do pressuposto de que informar o investidor, ou seja, disponibilizar-lhe todas as informações para que ele próprio tome sua decisão de investimento, é a melhor forma de protegê-lo. Além disso, a política por ela adotada possibilita que as informações sobre as

empresas e seus valores mobiliários sejam disponibilizadas para todo o mercado ao mesmo tempo, garantindo-se igualdade de acesso às informações.

A atuação baseada no *Full Disclosure* reduz a assimetria de informações, torna o mercado mais confiável e previsível, além de facilitar aos investidores a escolha pela oferta mais vantajosa, na medida em que propicia a redução do tempo e dos recursos que estes gastariam para colher dados suficientes para realizarem um investimento bem fundamentado. Como reflexo, diminuem-se os custos de transação, facilitando-se as contratações e negociações em geral.

Além de propiciar o acesso ao maior número de informações possível, a regulação pela Comissão de Valores Mobiliários busca prevenir práticas do *insider trading*, que consistem no uso indevido de informações privilegiadas sobre valores mobiliários pelo detentor de tais informações, ou seja, por pessoas que, em razão de sua atividade profissional, estão por dentro dos negócios da empresa emissora, para transacionar com os respectivos valores mobiliários antes que as informações sejam de conhecimento público (EIZIRIK *et. al.* 2008, p. 463 e 536).

Essa prática viola a igualdade de acesso às informações, tornando reprováveis os lucros obtidos pelo agente, e também acarreta ineficiências no mercado, na medida em que os preços acabam por não refletir, virtual e instantaneamente, todas as informações disponíveis sobre as companhias e os respectivos títulos negociados.

No exercício de suas funções, a Comissão de Valores Mobiliários atua de forma preventiva e repressiva. Incumbe-lhe realizar registros das empresas e dos valores mobiliários por elas emitidos; fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais; regular a natureza, a periodicidade das informações prestadas, os relatórios da administração, os pareceres dos auditores independentes etc.; elaborar normas para reger as condutas dos agentes regulados; impor sanções administrativas; solucionar conflitos de interesses; atuar como *amicus curiae* em processos judiciais; comunicar o Ministério Público quando houver indícios de ilícitos penais relativos ao dever de informar, tal como o crime de uso indevido de informação privilegiada; atuar em conjunto com o Ministério Público no ajuizamento de ação civil pública no caso de danos coletivos aos investidores, dentre outras atribuições.

Diante de tudo o que foi exposto e em razão da relevância da informação no contexto do mercado de capitais, conclui-se que a Comissão de Valores Mobiliários, como seu ente regulador, possui importância fundamental para o desenvolvimento desse mercado e, pelas razões já elencadas anteriormente, para o crescimento econômico do país. A Comissão de Valores Mobiliários equilibra as relações negociais, torna o mercado mais confiável, contribui

para reduzir os custos de transação, inspira confiança nos investidores e possui estrutura suficiente para regular com excelência o mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: Wahl, J. (Org.). **Economic analysis of contract law, antitrust law, and safety regulations**. New York: Garland Publishing, Inc. 1998, p. 2-14.

ALEXANDRINO, M.; PAULO, V. **Direito Administrativo descomplicado**. 18^a ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2010.

ANDERSON, P. Balanço do neoliberalismo. In: SADER, Emir & GENTILI, Pablo (orgs.) **Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o Estado democrático**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1995, p. 9-23.

ANDRIGHI, F. N. Prefácio. In: TIMM, L. B. (org.) **Direito e Economia**. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2008.

ARAGÃO, A. S. de. **Agências reguladoras e a evolução do Direito Administrativo econômico**. 2^a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

BACHA, E. L. Prefácio. In: PINHEIRO, A. C.; SADDI, J. **Direito, Economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. XXIII-XXIV.

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

BANDEIRA DE MELLO, C. A. **Curso de Direito Administrativo**. 17^a ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2004.

BECK, U. **La sociedad del riesgo: hacia una nueva modernidad**. Paidós, Madrid, 1998.

BESTER, G. M. **Direito Constitucional: fundamentos teóricos**. São Paulo: Manole, 2005.

BITENCOURT, C. R.; BREDAS, J. **Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2010.

BOCATER, M. I. P. O Exercício do Poder de Polícia e Regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. *In*: MOSQUERA, R. Q. (org.). **Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999, p. 211-216.

BONAVIDES, P. **Do Estado Liberal do Estado Social**. 8ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2007.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: http://www.senado.gov.br/legislacao/const/con1988/CON1988_05.10.1988/index.shtm
Acesso em: 23. set. 2010.

_____. **Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm Acesso em 22. out. 2010.

_____. **Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm Acesso em: 22. out. 2010.

_____. **Lei n. 7.913 de 7 de dezembro de 1989**. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7913.htm Acesso em: 12. nov. 2010.

_____. **Lei n. 10.303 de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976 que dispõe sobre a sociedade por ações, e na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm Acesso em: 12. nov. 2010

_____. **Lei n. 10.411 de 26 de fevereiro de 2002**. Altera e acresce dispositivos à Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10411.htm Acesso em 22. out. 2010.

_____. **INSTRUÇÃO CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o

parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> acesso em 12 ago de 2010.

_____. **INSTRUÇÃO CVM n. 369, de 11 de junho de 2002.** Dá nova redação aos arts. 9º, 12 e 13 da Instrução CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002, e prorroga os prazos previstos nos arts. 24 e 25 da mesma Instrução. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> acesso em 12 ago de 2010.

BREDA, J. Crimes contra o mercado de capitais. In: BITENCOURT, C. R.; BREDA, J. **Crimes contra o sistema financeiro nacional & contra o mercado de capitais.** Rio de Janeiro: Lumen Júris, 2010, p. 311-377.

CABANELLAS, G. El Análisis Económico Del Derecho. Evolución histórica. Metas e instrumentos. In: KLUGER, V. (Org.). **Análisis Económico Del Derecho.** Buenos Aires: Heliasta, 2006, p. 21-37.

CANTIDIANO, L. L. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.** Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007, p. 217-224

CARVALHO FILHO, J. S. **Manual de Direito Administrativo.** 18ª ed. Rio de Janeiro: Lúmen Júris Editora, 2007.

CATEB, A. B. Análise Econômica da Lei das Sociedades Anônimas. In: Timm, L. B. (org). **Direito e Economia.** Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2008.

COASE, R. O problema do custo social. **The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies.** v. 3, n. 1. Coord. Prof. Dr. Luciano B. Timm. Trad. Francisco K. F. Alves e Renato V. Caovilla. Rev. téc. Antonio José M. Porto e Marcelo Lennertz. Rio de Janeiro: FGV-ILACDE, 2008. Disponível em: <http://services.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1035&context=lacjls> Acesso: 23 nov. 2010.

_____. **The firm, the market and the law.** Chicago: Chicago University Press, 1988.

COELHO, F. U. **Curso de Direito Comercial.** v. 2, 6ª ed. revisada e atualizada de acordo com o novo Código Civil e alterações da LSA. São Paulo: Saraiva, 2003.

COOTER, R.; ULEN, T. **Derecho y Economía**. México D. F.: Fondo de Cultura Económica, 1998.

COSTA, J. A. F. Análise Econômica do Direito: entre a segurança e a adaptação. **Revista da Faculdade de Direito de Sorocaba**. Sorocaba, n. 1, 2001.

CUÉLLAR, L. **Introdução às agências reguladoras brasileiras**. Belo Horizonte: Fórum, 2008.

CVM. A CVM. Jan. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinvc/Caderno1.pdf> Acesso em set.2010.

DUBEUX, J. R. **Registro da CVM não garante o sucesso do investimento**: precedente judicial no caso “Boi Gordo”. Disponível em: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Juridico/Entrevistas_artigos/Registro%20na%20CVM%20n%C3%A3o%20garante%20sucesso%20do%20investimento.pdf Acesso em nov. 2010.

EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 2ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FARINA, E. M. M. Q. Prefácio. In: ZYLBERSZTAJN, D; SZTAJN, R. (Org.). **Direito e Economia**. Elsevier: Rio de Janeiro, 2005.

FIGUEIREDO, L. V. **Lições de Direito Econômico**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2010.

FORGIONI, P. A. Análise Econômica do Direito: paranóia ou mistificação? **Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região**. São Paulo, n. 77, mai/jun. 2006.

GIDDENS, Anthony. Introdução. In: GIDDENS, Anthony (org.). **O Debate Global sobre a Terceira Via**. Trad.: Roger Maioli dos Santos. São Paulo: Editora UNESP, 2007, p.17-43.

GORGA, E. Tradições do Direito - Parte II: “*Common Law* é mais eficiente do que a *civil Law*? Considerações sobre tradições de Direito e eficiência econômica”. In: ZYLBERSZTAJN, D; SZTAJN, R. (Org.). **Direito e Economia**. Elsevier: Rio de Janeiro, 2005, p. 145-196.

GRAU, E. R. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 14ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2010.

GUESTLIN, S. G. **Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho:** de las fallas del mercado al sistema jurídico. Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma, 2004.

GUZMAN, A. Apresentação à 2ª edição. In: TIMM, L. B. (org.) **Direito e Economia**. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2008, p. 11.

HÁFEZ, A. **Amigo da Corte**. Juízes têm na Procuradoria Especializada da CVM auxílio para suas decisões. Disponível em:
http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Juridico/Entrevistas_artigos/AndreaHafez.pdf
 Acesso em 14 dez. 2010.

HAYEK, F. A. **Camino de Servidumbre**. Madrid: Alianza Editorial, 2010.

HELD, D. Regulamentando a globalização? A reinvenção da política. In: GIDDENS, Anthony (org.). **O Debate Global sobre a Terceira Via**. Trad.: Roger Maioli dos Santos. São Paulo: Editora UNESP, 2007, p. 569-583.

KLUGER, V. (Org.). **Análisis Económico Del Derecho**. Buenos Aires: Heliasta, 2006.

KÜMPFEL, S. **Direito do mercado de capitais** – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LATHAM, M. A terceira via: um esboço. In: GIDDENS, A. (org.). **O debate global sobre a Terceira Via**. Trad.: Roger Maioli dos Santos. São Paulo: Editora UNESP, 2007.

LEMOES, M. L. **Reparação de danos no âmbito administrativo da Comissão de Valores Mobiliários - CVM**. 2005, 26 fls. Monografia. Pós-Graduação em Regulação do Mercado de Capitais do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em:
http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Mario_Luis_Lemos.pdf Acesso em dez. 2010.

LUCCA, N. Prefácio. In: PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading** – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 19-38.

MACKAAY, E. History of Law and Economics. In: BOUCKAERT, B.; DE GEEST, G. **Encyclopedia of Law and Economics**. Volume I – The History and Methodology of Law and Economics. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc., 2000, p. 65-117.

MARQUES NETO, F. A. **Agências reguladoras independentes: fundamentos e seu regime jurídico**. Belo Horizonte: Fórum, 2009.

MATOS, L. M. B; JAKOBI, K. B.; RIBEIRO, M. C. P. Acesso à informação e desenvolvimento socioeconômico. Artigo em fase de publicação. **Anais dos Encontros do PROCAD: resumos do colóquio sobre sociedade da informação: democracia, desenvolvimento e inclusão tecnológica**. p. 32. Florianópolis: Fundação Boiteux, 2010. 140 p. disponível em:
http://www.direitoautoral.ufsc.br/procad/anais/anais_procad_2009.pdf Acesso em: dez. 2010.

MERCURO, N.; MEDEMA, S. G. **Economics and the Law: from Posner to postmodernism and beyond**. 2ª. ed. Princeton University Press, New Jersey: 2006.

_____. **Economics and the Law: from Poesner to postmodernism**. Princeton: Princeton University Press, 1999.

MOSQUERA, R. Q. Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. *In: MOSQUERA R. Q. (org.). Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 257-271.

MOTTA, P. R. F. **Agências reguladoras**. Barueri-SP: Manole, 2003.

MOURA E SILVA, M. Law and Economics in Portugal. *In: BOUCKAERT, B.; DE GEEST, G. Encyclopedia of Law and Economics*. Volume I – The History and Metodology of Law and Economics. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc., 2000, p. 313-317.

OLIVEIRA FILHO, L. C. A auto-regulação e o mercado de capitais. *In: BACHA, E. L; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs). Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007, p. 225-233.

PAOLANTONIO, M. E. El Análisis Económico del Derecho y la estructura societária. *In: KLUGER, V. (Org.). Análisis Económico Del Derecho*. Buenos Aires: Heliasta, 2006, p. 203-205.

PASTOR PRIETO, S.; PINTOS, J. Law and Economics In Spain. *In: In: BOUCKAERT, B.; DE GEEST, G. Encyclopedia of Law and Economics*. Volume I – The History and Metodology of Law and Economics. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc., 2000, p. 346-369.

PEARSON, H. **Origins of Law and Economics: The Economist's new science of law, 1830-1930.** Cambridge University Press, 1997.

PINHEIRO, A. C; SADDI, J. **Direito, Economia e mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
 PINHEIRO, A. C. Direito e Economia num mundo globalizado: cooperação ou confronto? In: TIMM, L. B. (org.) **Direito e Economia.** Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2008, p. 19-47.

POSNER, R. A. **El Análisis Económico del Derecho.** México D. F. Fondo de Cultura Económica, 2000.

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

RIBEIRO, I. C. CVM e Judiciário: o efeito da incerteza jurídica nos investimentos em ações e a justiça especializada. **Revista Direito GV** 5. v. 3, n. 1. p. 35-56, jan/jun. 2007. Disponível: http://www.direitogv.com.br/subportais/publica%C3%A7%C3%B5es/RDGV_05_pp035-056.pdf Acesso em: jun. 2009.

RIBEIRO, M. C. P.; GALESKI JR., I. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e Análise Econômica.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

RODRIGUES, V. **Análise Económica do Direito** – uma introdução. Coimbra: Edições Almedina, 2007.

SEN, A. K. **Desenvolvimento como Liberdade.** Trad.: Laura Teixeira Motta; Rev. técnica: Ricardo Doniselli Mendes. São Paulo: Companhia das Letras, 2000.

SILVA, J. A. **Curso de Direito Constitucional Positivo.** Malheiros: São Paulo, 2007.

SOARES, M. L. Q. **Teoria do Estado.** Novos Paradigmas em face da globalização. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SPECTOR, H. Justicia y bienestar desde una perspectiva de derecho comparado. In: KLUGER, V. (Org.). **Análisis Económico Del Derecho.** Buenos Aires: Heliasta, 2006, p. 39-58.

SZTAJN, R. Law & Economics. In: STAJN, R.; ZYLBERSTAJN, D. (Org.). **Direito & Economia**: Análise Econômica do Direito e das Organizações. Elsevier: Rio de Janeiro, 2005a, p. 74-83.

_____. Tradições do Direito – Parte I: Sistemas ou famílias de Direito: Direito consuetudinário e Direito codificado. In: STAJN, R.; ZYLBERSTAJN, D. (Org.). **Direito & Economia**: Análise Econômica do Direito e das Organizações. Elsevier: Rio de Janeiro, 2005b, p. 137-145.

TANURE, F. D. **A responsabilidade administrativa no mercado de valores mobiliários**. jul. 2005. Disponível em:

http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Juridico/Entrevistas_artigos/Tanure2005.pdf
Acesso em 22 dez. 2010.

TIMM, L. B. (org.) **Direito e Economia**. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2008.

TOKARS, F. **Por uma law and economics tupiniquim**. Estado do Paraná. Curitiba, 13 jan. 2008.

VEIGA, J. E. da. **A emergência socioambiental**. São Paulo: Editora SENAC, 2007.

VERDÚ, Pablo Lucas. **A Luta pelo Estado de Direito**. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

WEIGEL, W. Law and Economics in Austria. In: BOUCKAERT, B.; DE GEEST, G. **Encyclopedia of Law and Economics**. Volume I – The History and Metodology of Law and Economics. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc., 2000, p. 118-127.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZACLIS, L. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

ZYLBERSZTAJN, D; SZTAJN, R. Análise Econômica do Direito e das Organizações. In: ZYLBERSZTAJN, D; SZTAJN, R. (Org.). **Direito e Economia**. Elsevier: Rio de Janeiro, 2005, p. 1 a 15.

DOCUMENTOS CONSULTADOS

BENTHAM, J. Uma introdução aos princípios da moral e da legislação. In: MORRIS, C. (org.). **Os grandes filósofos do direito**, São Paulo: Martins Fontes, 2002.

FEITOSA, M. L. A. M. A desregulação dos mercados e as recentes crises econômicas: questionamentos acerca da teoria das expectativas racionais no âmbito da *Law and Economics*. **Boletim de Ciências Econômicas**. Coimbra, v. XLIX, 2006.

FLORENZANO, V. D. **Sistema financeiro e responsabilidade social**: uma proposta de regulação fundada na teoria da justiça e na análise econômica do direito. São Paulo: Textonovo, 2004.

FORGIONI, P. A. **Os fundamentos do antitruste**. 2ª ed. São Paulo: Ed. RT, 2005.

FRANK, H. E; FISCHER, D. R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts; London, England, 1996.

FRIEDMAN, D. Direito e ciência econômica. **Revista Sub Judice**, Lisboa, n. 2, jan/abr. 1992.

GALESKI JR, I. **A análise econômica do direito e a repetição do indébito tributário**. 2008. 231 fls. Dissertação. Mestrado em Direito. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Curitiba. 2008. Disponível em:
http://www.biblioteca.pucpr.br/tede/tde_arquivos/1/TDE-2008-04-05T113731Z-776/Publico/Irineu.pdf Acesso em dez. 2010.

HANSMANN, H. **The Ownership of Enterprise**. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts; London, England, 2000.

JAKOBI, K. B. Estado, Direito e Economia: do Liberalismo Clássico à “Terceira Via” – uma breve abordagem. In: ANDREATO, D.; NICZ, A. A. (org.). **Estado, Direito e Sociedade**. São Paulo: Iglu, 2010, v. 1., p. 195-224.

MERCADO PACHECO, P. **El Analisis Económico del Derecho**. Madri: Centro de Estudios Constitucionales, 1994.

RIBEIRO, M. C. P. Petro-Sal: o salário é nosso. **Gazeta do Povo**, Curitiba, p. 2 - 2, 10 set. 2009.

SAPPINGTON, D. E. M. **Principles of Regulatory Policy Design**. Artigo preparado em 1993 para subsidiar o *World Development Report* de 1994 – publicado pelo Banco Mundial.

SEN, A. K. **Sobre Ética e Economia**. São Paulo: Companhia das Letras, 2004.

SILVA, C. B. F. da. As liberdades fundamentais e a Análise Econômica do Direito. Direito e Justiça – **Revista da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa**. Lisboa, vol. XIX, tomo I, 2005.

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca Central

J25a 2011	Jakobi, Karin Bergit A atuação da CVM na regulação do mercado de capitais e na consagração do <i>full disclosure</i>, sob o enfoque da análise econômica do direito / Karin Bergit Jakobi ; orientadora, Marcia Carla Pereira Ribeiro. – 2011. 162 f. ; 30 cm Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011 Inclui bibliografias 1. Mercado de valores mobiliários - Legislação. 2. Direito econômico. 3. Economia - Regulamentação. 4. Serviço público - Comissões. I. Ribeiro, Marcia Carla Pereira. II. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Direito. III. Título Doris 3. ed. – 342.224
--------------	--