

REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO: LIMITES DA AUTORREGULAÇÃO¹

Leonardo Adriano Ribeiro Dias[†]

Sabrina Maria Fadel Becue[‡]

Resumo: O presente trabalho tem como finalidade analisar o papel da autorregulação dos agentes econômicos e sua importante contribuição para o recente desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A criação dos segmentos especiais de listagens da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) é um exemplo emblemático do fenômeno, apesar de não ser o único. A opção pela autorregulação exige um exame cuidadoso sobre suas vantagens e riscos, bem como dos limites impostos pela lei, pelas regras dos órgãos administrativos e inerentes ao próprio modelo de base contratual. O trabalho aborda ainda, a partir de teorias econômicas que lhe dão substrato, as restrições e (des)vantagens do modelo de regulação estatal, em comparação com a autorregulação, com o objetivo de averiguar a coexistência e interpenetração dos modelos, bem como o âmbito de melhor incidência de cada um. Por fim, procurou-se focar em novo paradigma no trato da matéria, afastando-se da visão utópica de mercado perfeito e da regulação (seja ela estatal – heterorregulação – ou privada – autorregulação) como

¹ Artigo originalmente publicado na Revista Direito Empresarial. Curitiba: Fórum, v. 1, p. 13-35, 2012.

[†] Mestrando em Direito Comercial na Universidade de São Paulo. Advogado. São Paulo, Brasil. Email: leo4483@hotmail.com.

[‡] Mestranda em Direito Comercial na Universidade de São Paulo. Advogada. Curitiba, Brasil. Email: biabecue@yahoo.com.br

mecanismo para atingir este ideal, respaldado em um cenário mais realista sobre as restrições na disciplina da autorregulação do mercado de capitais brasileiros, a partir da experiência adquirida com a recente tentativa de reforma dos segmentos especiais da BM&FBovespa.

Palavras-Chave: Regulação; Autorregulação; Novo Mercado; Governança Corporativa; Limites da Autorregulação.

Sumário: 1. Introdução; 2. Regulação: Conceito e Limites; 3. Autorregulação: Conceito, Justificativa, Vantagens e Riscos; 4. Limites da Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários; 4.1. Limites Legais; 4.2. Limites Regulatórios e Supervisão pela CVM; 4.3. Limites Próprios da Autorregulação; 5. O Relacionamento entre Regulação e Autorregulação: Novas Perspectivas; 6. Conclusão; 7. Bibliografia.

REGULATION AND SELF-REGULATION OF BRAZILIAN SECURITIES MARKET: LIMITS OF SELF-REGULATION

Abstract: This paper aims to analyze the role of self-regulation of economic agents and its important contribution to the recent development of Brazilian capital markets. The creation of special listing segments of BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 and Novo Mercado) is a typical example of this phenomenon, although it is not the only one. The option for self-regulation requires a careful examination of its benefits and risks, as well as the limits imposed by law, the rules of administrative bodies and inherent to the contract basis model. This paper also discusses, based on economic theories that give it substrate, restrictions and (dis)advantages of the model of state regulation, in comparison with self-regulation, in order to investigate the coexistence and interpenetration of the models,

as well as the sphere of better incidence for each one. Finally, we tried to focus on the new paradigm in dealing with the matter, moving away from the utopian vision of perfect market and regulation (either state – hetero-regulation – or private – self-regulation) as a mechanism to achieve this ideal, supported in a more realistic scenario about the constraints in the discipline of self-regulation of Brazilian capital markets, based on the experience acquired in the recent attempt at reforming the special segments of BM&FBovespa.

Keywords: Securities Market; Regulation; Self Regulation; Limits.

Summary: 1. Introduction; 2. Regulation: Concept and Limits; 3. Self-Regulation: Concept, Justification, Advantages and Risks; 4. Limits of Self-Regulation in Securities Market; 4.1. Legal Limits; 4.2. Regulatory Limits and CVM Regulation; 4.3. Own Limits of Self-Regulation; 5. The Relationship between Regulation and Self-Regulation: New Perspectives; 6. Conclusion; 7. Bibliography.



1. INTRODUÇÃO

O recente desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro se deveu a diversos fatores conjunturais e específicos que propiciaram um atrativo aos investidores nacionais e internacionais, incluindo pessoas físicas ávidas por investimentos que ofereçam melhores retornos em relação à tradicional caderneta de poupança e aos fundos de renda fixa.

Um grande passo para o desenvolvimento desse mercado

nacional foi, sem dúvida, o surgimento dos segmentos diferenciados de governança corporativa em 2000, que propiciaram um maior grau de transparência das empresas listadas. Passados onze anos de sua implementação, percebe-se os dilemas e limitações enfrentados por esses segmentos, em especial o Novo Mercado², que recebeu o maior número de novas empresas listadas na BM&FBovespa. Nesse tocante, a dificuldade para modificar o Regulamento do Novo Mercado e, em especial, a desaprovação de medidas mais rigorosas de governança corporativa, vivenciada em 2010, explicitam alguns possíveis problemas desse segmento especial.

Essas dificuldades são um reflexo do próprio sistema de base contratual em que consistem os segmentos, haja vista que a adesão a eles é, em teoria, voluntária, de sorte que a alteração das regras existentes também depende da concordância das partes contratantes – ou ao menos de uma parcela pré-estabelecida –, o que pode certamente enfrentar a resistência daqueles que se acomodaram às regras existentes e delas extraem benefícios, colocando-se neste caso o que a doutrina³ denomina *Olson Problem*, como se verá adiante.

É nesse cenário que ressurgem as indagações sobre a importância e o papel a serem desempenhados pela regulação estatal (heterorregulação) e pela regulação privada (autorregulação) no mercado de bolsa e se existe um modelo mais adequado para disciplinar a matéria.

² A BM&FBovespa criou, há mais de 10 anos, quatro segmentos especiais de listagens de ações (Nível I, Nível II, Bovespa Mais e Novo Mercado) com regras mais rígidas de governança corporativa. A iniciativa teve por objetivo desenvolver o mercado de capitais brasileiros, atraindo novos investidores e empresas. O Novo Mercado constitui o segmento com o mais elevado padrão de governança corporativa (Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp. Acesso em 22/03/2012).

³ Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU, 2010, p. 4. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541226. Acesso em 27 abr. 2011.

2. REGULAÇÃO: CONCEITO E LIMITES

Inexiste conceito unívoco de regulação⁴ ou convergência entre sua definição econômica e jurídica⁵. Mas, de maneira geral, o termo reflete uma atuação estatal com objetivo de ordenar e fiscalizar conduta de particulares e, eventualmente, de outros entes públicos, segundo os fins de certo modelo econômico. Outra característica distintiva é a forma indireta de intervenção do Estado⁶. Para Carlos Ari Sundfeld:

⁴ “Do ponto de vista teórico não é fácil definir o que seja regulação. Um das formas de se entender a regulação é descrevê-la como o instrumento utilizado pelo Estado na ordenação e organização dos mercados (GRAU, 2002, p 136). Pode-se entender regulação como poderes e ações decorrentes da intervenção do Estado quando este manifesta objetivos declaradamente econômicos (SUNDFELD, 2002, p. 18). Outra possibilidade é entender a regulação como controle legislativo e administrativo exercido por meio de impostos, subsídios, controle sobre ingresso nos mercados (POSNER, 2004, p.50). Pode-se adotar ainda a visão de que existem ao menos três formas de regulação: a econômica, que interfere diretamente nas relações de mercado; a social, que protege os interesses públicos, tais como meio ambiente e segurança; e a administrativa, que são regras por meio das quais os governos coletam informações e intervêm em decisões econômicas individuais (OCDE, 1997).” (SANT’ANA, Diogo de. *Conjuntura da Regulação no Brasil: conflitos e convergências. Direito Econômico Regulatório*. Coord. Mario Gomes Shapiro. São Paulo: Saraiva, 2010, Série GVlaw, p.366). No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 13.

⁵ “No que concerne à regulação, as diferenças substanciais entre as ciências econômica e jurídica são importantes: para os economistas, do processo regulatório, interessam os resultados atingidos com a intervenção de autoridades administrativas em face do escopo visado; ao operador do direito interessam os procedimentos empregados nessa intervenção, na modelagem das estruturas e nas condutas.” (SZTAJN, Rachel; SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Regulação e Concorrência no Sistema Financeiro. Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 123, julho-setembro/2001, p. 49).

⁶ “Do conceito de regulação está excluída a atividade direta do Estado como produtor de bens ou serviços e como fomentador das atividades econômicas privadas, que, junto com a regulação, constituem espécies do *gênero da intervenção do Estado na economia*” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *O conceito Jurídico de Regulação da Economia. Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 122, abril-junho/2001, p.40). Marçal JUSTEN FILHO ressalta, contudo, que “intervenção estatal indireta não é sinônimo de regulação. Regulação é uma forma de intervenção indireta que se caracteriza

*A regulação é- isso, sim- característica de certo modelo econômico, aquele que o Estado não assume diretamente o exercício de atividade empresarial, mas intervém enfaticamente no mercado utilizando instrumentos de autoridade. Assim, a regulação não é propriamente de certa família jurídica, mas sim uma opção de política econômica.*⁷

Na seara do mercado de capitais, a ordenação da conduta dos agentes está associada à correção de falhas de mercado (concentração de poder econômico, conflito de interesse, utilização de informações privilegiadas, manipulação de preços, concorrência desleal, assimetria informacional), eficiência econômica e proteção dos investidores.⁸⁻⁹

Esses objetivos, quando analisados em profundidade, evidenciam aspectos diversos de uma mesma realidade e as soluções são buscadas nas normas de *disclosure* (transparência nas informações). Assim, a proteção do investidor visa aumentar a confiança nas entidades do mercado e nas regras do jogo, ou seja, a regulação deve assegurar que o retorno da aplicação esteja relacionado apenas ao risco inerente ao investimento e seja imune às falhas de mercado. Esta proteção do investidor e a mitigação das falhas de mercado dependem diretamente do acesso e da qualidade da informação sobre os valores mobiliários ofertados ao público.

somente quando o Estado organiza um conjunto de órgãos especializados para promover a intervenção de modo permanente e especializado.” (*Curso de Direito Administrativo*. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 465). Destaca-se, de outra parte, que a Constituição Federal prevê, em seus arts. 173 e 175, as hipóteses legitimadoras da intervenção direta do Estado na economia.

⁷ SUNDFELD, Carlos Ari. *Serviços públicos e regulação estatal*. *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros/SBDP, 2000, p. 23.

⁸ EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 18.

⁹ Esses objetivos decorrem da Teoria do Interesse Público. Esta teoria é alvo de crítica por outras correntes doutrinárias, como se verá sucintamente adiante.

Por sua vez, bons níveis de *disclosure* influenciam a eficiência econômica e a correta precificação dos ativos, na medida em que coíbem práticas de concentração de poder econômico e manipulação de preços, bem como reduzem a assimetria de informações, permitindo a manifestação de escolhas mais racionais. A boa regulação promove, portanto, a solidez do mercado de capitais, bem como incentiva a competitividade entre as instituições. Luiz Leonardo Cantidiano reforça que:

*Mesmo entre aqueles que defendem a livre iniciativa, é aceita e implementada a tese de que, em circunstâncias especiais, deve o Estado, em defesa da poupança popular, e para preservar a credibilidade de determinado segmento da economia, que tem relevante função a cumprir, interferir no seu funcionamento, estabelecendo regras que cerceiam a participação dos agentes econômicos.*¹⁰

A opção e formatação da atividade regulatória, conforme mencionado, é um matiz de política pública, pois, como defende Rachel Sztajn, provavelmente

*o fator mais relevante para que se justifique regular o mercado esteja na combinação de crescimento econômico, inovação e acesso a recursos da poupança popular.*¹¹

Hodiernamente, o ativismo regulatório não está mais associado à substituição do mercado pelo comando estatal, mas assume a postura de incentivador de boas condutas que culminem no bem-estar geral.¹² O Estado confirma a existência

¹⁰ *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p.25.

¹¹ SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano 43, n. 135, julho-setembro/2004, p. 140.

¹² PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 255.

de forças de mercado, ao invés de eliminá-las; contudo reconhece não ser possível que o mercado atue livremente, dada suas imperfeições e a potencialidade de prejudicar a coletividade.¹³

O termo regulação constitui gênero, sendo suas espécies a heterorregulação (emanada do Estado) e a autorregulação (desenvolvida pelos próprios regulados). Todavia, costuma-se utilizar simplesmente o vocábulo ‘regulação’ para conceituar a atividade intervencionista do Estado, em contraposição à autorregulação.¹⁴

No Brasil, a regulação do mercado de capitais é definida por leis emanadas do Congresso Nacional (em especial as Leis n. 6.404 e n. 6.385, ambas de 1976), resoluções do Conselho Monetário Nacional (cuja função primordial é definir a política de organização e funcionamento do mercado de capitais, orientando a atuação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM e do Banco Central do Brasil - BACEN) e a atuação

¹³ EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987. p. 124.

¹⁴Os termos ‘regulação’, ‘heterorregulação’ e ‘autorregulação’ são empregados com variações de sentido pela doutrina especializada. Alexandre Santos de ARAGÃO, por exemplo, distingue a “regulação *lato sensu* da economia [em]: a) a regulação estatal, feita pelas regras emitidas por órgãos do próprio Estado, mesmo que deles participem representantes de organismos intermediários da sociedade; b) a regulação pública não-estatal, feita por entidades da própria sociedade, mas por delegação ou por incorporação das suas normas ao ordenamento jurídico estatal; c) a regulação privada, levada a cabo autonomamente por instituições privadas, geralmente associativas, em qualquer delegação ou chancela estatal; e d) a desregulação, consistente na ausência de regulação institucionalizada, pública ou privada, ficando os agentes sujeitos apenas ao livre desenvolvimento do mercado” (In: Op. Cit, p.45). Já Conrado Hübner MENDES esclarece que o fenômeno pode ser analisado sob dois critérios: “a) o que leva em conta o sujeito que regula- donde concluímos ser a regulação estatal uma hetero-regulação e a do ente associativo uma auto-regulação (eis que desempenhada pelos próprios regulados); b) o da imposição de normas externas, que impedem o mercado de funcionar de maneira automática, pela sua própria lógica. Aqui, tanto a regulação estatal quanto a por ente associativo, temos tipos de hetero-regulação.” (In: Reforma do Estado e Agência Reguladoras: Estabelecendo os Parâmetros de Discussão. *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros/SBDP, 2000, p. 114).

coordenada entre o BACEN e a CVM (art. 3, IV, Lei 6.385/76).

Todavia, na seara econômica, apontam-se vícios do processo de regulação de base estatal e este ponto, ainda que analisado brevemente, guarda relevância com o objetivo do presente artigo, qual seja, exame da legitimidade e amplitude da autorregulação do mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, a Teoria do Interesse Público vaticina que a intervenção do Estado se justifica pela existência de falhas de mercado e que em prol da coletividade a regulação é necessária para restabelecer o equilíbrio e equidade das práticas empresariais.¹⁵ Porém, são objeto de investigação os prejuízos advindos (quicá, mais danosos) das falhas de regulação ou falhas de governo decorrentes de medidas impostas sob pretexto da indispensabilidade de intervenção. O célebre artigo de George Stigler¹⁶ constitui um marco deste debate. O autor coloca em evidências os vícios do processo de escolha dos dirigentes e mostram-se céticas em relação à eficiência do processo democrático e da escolha pública.¹⁷

Sob outro viés, a teoria da Captura (ou sua versão mais desenvolvida, Teoria Econômica da Regulação) denuncia como o agente regulador pode ser tornar um refém dos regulados. A regulação passa a ser um bem desejado (produto) e os agentes regulados exercem forte pressão para que as normas atendam suas necessidades pessoais, maximizam seus lucros através de legislação protecionista de dado setor.^{18- 19}

¹⁵ CAMPOS, Humberto Alves. Falhas de Mercado e Falhas de Governo: uma revisão da literatura sobre regulação econômica. *Prismas: Dir., Pol. Pub. e Mundial*. Brasília, v. 5, n. 2, p. 341-370, jul./dez. 2008. Disponível em: <http://www.regulacao.gov.br/publicacoes/artigos/prismas-regulacao-economica>. Acesso em 18 jun. 2011.

¹⁶ The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, n.º 1, (Spring 1971), pp. 3-21.

¹⁷ Idem, passim.

¹⁸ EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, op. Cit, p.15-18.

¹⁹ Com visão distinta, Richard POSNER não concede o atributo de 'teoria' à chamada

Tais abordagens pretendem desmistificar o caráter acidental das falhas de mercado e a exigência de intervenção em benefício da coletividade.

Seja qual for o entendimento sobre as diversas correntes doutrinárias, é inegável que o Poder Público nem sempre consegue disciplinar corretamente as interações de mercado, tanto por incapacidade ou conflito de interesse de seus dirigentes, como em razão falta de estrutura adequada, lentidão na elaboração de soluções ou dificuldade de *enforcement*. Também compete destacar outro dilema do órgão regulador no que diz respeito à medida certa de intervenção, vez que seu excesso pode ser tão prejudicial ao mercado quanto às falhas que se quer evitar.²⁰

3. AUTORREGULAÇÃO: CONCEITO, JUSTIFICATIVA, VANTAGENS E RISCOS.

A partir do contexto apresentado, a autorregulação pode fornecer um instrumental interessante na disciplina do mercado de capitais. Resta perquirir se a solução mais adequada é a substituição da intervenção estatal pela autorregulação ou a atuação complementar das duas espécies.

A autorregulação possui três características marcantes. Em primeiro lugar, por autorregulação devemos entender a imposição de regras desenvolvidas pelos próprios regulados. É importante, aqui, frisar sua natureza obrigatória (daí, porque, se

“Teoria da Captura” por entender que lhe falta substrato empírico. O autor, contudo, reconhece que a teoria clássica do Interesse Público possui falhas que devem ser observadas para uma melhor reformulação. (Theories of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 5, n.º 2, (Autumn 1974), pp. 335-358).

²⁰Sobre o assunto, vide estudo apresentado por Bineswaree Bolaky e Caroline Freund na Conferência de Mercado e Crescimento promovido pelo Fundo Monetário Internacional – FMI, em 01.09.06 (*Trade, Regulations, and Growth*. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2006/trade/pdf/freund.pdf>. Acesso em 18 jun. 2011).

diferencia da denominada *soft law*).²¹ Em segundo, é um fenômeno coletivo, fruto de uma organização estabelecida para tal fim, não se confundindo com normas individuais e específicas de autodisciplina. Em terceiro, como já mencionado, seu caráter privado e não estatal. Conclui Otávio Yazbek²² que a autorregulação consiste em um arranjo especial para que as atividades regulatórias se desenvolvam.

Estas características demonstram que o conceito de autorregulação apresentado afasta-se da teoria econômica clássica, no sentido de livre iniciativa e ausência de regulação externa sobre as forças de mercado.

Vital Moreira esclarece que

existem várias modalidades de autorregulação, consoante a sua natureza mais ou menos privada e voluntária ou oficial e legalmente imposta. Trata-se de uma questão de grau, podendo haver formas híbridas ou intermediárias, entre um formato totalmente livre e voluntário e um formato totalmente imposto pelo e configurado pelo Estado.²³

Pode-se distinguir, para fins didáticos, a autorregulação de base legal e autorregulação de base voluntária. Aquela imposta ou estabelecida pelo Estado, de modo que a tais entidades é delegada a competência regulatória embora permaneçam independentes e privadas. No Brasil, as estruturas

²¹ No tocante ao caráter impositivo das regras de autorregulação, Otávio Yazbek esclarece que, apesar de seus instrumentos serem distintos daqueles usados pela regulação estatal (calcada no direito público), por estarem fundados no direito privado, “isso não quer dizer, porém, que a relação entre a instituição autorreguladora e o regulado seja ‘horizontal’ - não se encontram os dois em relação de mera coordenação, lado a lado, mas em relação de subordinação. Trata-se de uma subordinação, porém, sustentada muito mais por aquele instrumental típico das relações entre agentes privados.” (*Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 213).

²² Idem, p. 211.

²³ MOREIRA, Vital, *Auto-regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997, p. 78.

bursáteis corporificam um exemplo de autorregulação de base legal, vez que a própria Lei reconhece a autonomia (administrativa, financeira e patrimonial) das bolsas, mas também impõe o dever de fiscalização sobre os membros e operações nelas realizadas, na qualidade de órgãos auxiliares da CVM (art. 17, Lei n. 6.385/76). A autorregulação de base voluntária decorre da iniciativa exclusiva e espontânea dos particulares, que aderem às regras impostas pelo órgão regulador privado, tal como ocorre com os Códigos de Condutas e outros órgãos de entidades atuantes no mercado.²⁴

A existência da autorregulação (tanto sob o ponto de vista da adesão voluntária dos particulares, como pelo reconhecimento por parte do Estado), no sentido defendido neste estudo, é justificada a partir de suas diversas vantagens.

A autorregulação assegura eficácia, flexibilidade e economia aos agentes de mercado. Como os regulados desempenham o papel disciplinador, as normas são elaboradas por pessoas capacitadas, que conhecem o objeto da regulação e a vivência do mercado. A *expertise* tende a assegurar a melhor qualidade da regulação e, via de consequência, goza de boa reputação e maior receptividade ou aderência pelo público alvo. Este benefício diz respeito também à legitimidade da norma, pois, ao ser emanada de uma entidade privada especializada, seu conteúdo não se sujeita às mesmas críticas deferidas ao processo legislativo ou instruções de órgãos governamentais.

Por outro lado, os instrumentos da autorregulação são distintos dos procedimentos de direito público empregados pela regulação estatal. Por essa razão, as normas podem ser revistas e incrementadas de acordo com a necessidade do mercado, sem os entraves burocráticos do processo legislativo/administrativo,

²⁴Nesse sentido, v.g., ANBIMA, APIMEC, ANBID (desde de 2009 integrou suas atividades a das ANDIMA, passando ambas a constituir a ANBIMA), IBGC, AMEC, CETIP, entre outros.

e seu conteúdo pode avançar para padrões mais rígidos de interferência, inclusive contemplando postulados éticos. Com efeito, a presteza da autorregulação favorece sobremaneira os agentes privados do mercado, cujas necessidades não podem aguardar a morosidade típica das respostas governamentais.

As vantagens citadas permitem

superar dois dos obstáculos clássicos à regulação estatal: as dificuldades práticas da implementação dos programas reguladores face à resistência dos operadores econômicos e o problema da legitimação das medidas reguladoras impostas em nome de interesses gerais da sociedade.²⁵

Em relação ao terceiro aspecto citado – economia –, a autorregulação internaliza os custos com edição de regras e fiscalização de seu cumprimento, reduzindo as despesas do ente estatal e, na hipótese de coordenação entre as instâncias, evita a duplicidade de normas. Ademais, diante da facilidade de adesão do regulados às normas editadas por entidades privadas, os custos com sua supervisão serão menores em comparação com a crise de legitimidade das normas estatais.

Todavia, a elaboração de regras pelos próprios regulados traz também riscos consistentes no conflito de interesse, ou seja, corporativismo tendente a reduzir o grau de excelência e rigidez dos comandos ou de sua aplicação, bem como o conteúdo da regulação voltado à satisfação dos fins pretendidos pelos regulados e não ao bem-estar da coletividade.

Esta avaliação das vantagens e riscos da autorregulação conduz à maior interação entre a disciplina do mercado fornecida pela entidade privada e a heterorregulação. Os exemplos brasileiros comprovam como as duas modalidades formam uma relação, na maioria das vezes, harmônica e de

²⁵ MOREIRA, Vital. Op.Cit., p. 93-94.

complementação.²⁶

Conforme já mencionado, as bolsas de valores são um exemplo típico de autorregulação delegada pelo Poder Público. A importância da estrutura bursátil é sopesada sob dois aspectos: função econômica de assegurar um local apropriado para realização de negócios com valores mobiliários, conferindo liquidez aos papéis; e autorregulatório, função de fixar padrões de conduta e fiscalizar o comportamento de seus membros. Por ser essencial à existência e desenvolvimento do mercado de capitais, o Estado resolveu por bem incorporar sua função autorreguladora em um corpo legislativo. Contudo, alerta Nelson Eizirik, que um sistema de

‘regulação cooperativo’ entre entidade reguladora e entidades auto-reguladoras pressupõe a autonomia destas últimas. Sem tal autonomia, corre-se o risco do desaparecimento da autorregulação do mercado de valores mobiliários, transformando-se a regulação exercida pela entidade governamental em administração do mercado, o que evidentemente não é desejável.²⁷

Na esfera da autorregulação de base voluntária extraímos

²⁶ Nesse sentido, TRINDADE, Marcelo; SANTOS, e Aline de Menezes, *Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf. Acesso em 22 mai. 2011.

²⁷ EIZIRIK, Nelson, *Questões* cit., p.142. Especificamente quanto à atuação da CVM e a competência autorreguladora da bolsa de valores, EIZIRIK, Nelson. et al, defendem que “não há qualquer dispositivo na Lei 6385/76 que permite à CVM limitar a competência auto-reguladora da bolsa de valores ou substituí-la no papel de responsável, em caráter primário, pela fiscalização das operações bursáteis. Ao contrário, conforme reconhecido em trabalho elaborado pela própria CVM (*Órgão Regulador e a Experiência Auto Regulatória*. Maio 2001. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/PalestraAuto-regulacao.ppt>), a autorregulação não constitui uma questão meramente de princípios, mas uma imposição legal.” (In: *Mercado de Capitais*. Op. cit., p. 197). Sobre o princípio da cooperação em matéria regulatória, vide também a obra de SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da Atividade Econômica- Princípios e Fundamentos Jurídicos*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 96-104.

casos de iniciativa exclusivamente privada que foram incorporados pela CVM, num evidente reconhecimento do prestígio e confiança do Poder Estatal na atuação das coletividades que atuam no mercado.²⁸ Também ganham destaque as respostas oferecidas pela hetero e autorregulação à crise dos derivativos, pois a gravidade da situação demandou de ambas as esferas regulatórias decisões emergenciais para minimizar os danos e, assim, expôs a necessidade de interação e esforços comuns.²⁹

Do outro lado da balança, os segmentos especiais de listagens da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais) não podem ser esquecidos. São eles casos emblemáticos de autorregulação de base voluntária e também de eficiência da medida adotada, tendo em vista às contribuições que trouxeram ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e melhores padrões de governança corporativa. Ocorre que, passados onze anos de sua implementação, o mercado sente hoje as limitações do modelo puramente contratual e dificuldades de aperfeiçoamento de suas regras. Estes entraves serão abordados adiante, mas desde logo evidenciam os riscos e conflitos de interesses da

²⁸ Por exemplo: ICVM 483/2010 (a CVM deixa de registrar os analistas de valores mobiliários, cabendo exclusivamente às entidades credenciadoras devidamente autorizadas pela CVM habilitar esses profissionais a exercer a atividade de análise); Convênios celebrados com a ANBIMA para “Mútuo aproveitamento de termos de compromisso celebrados e de penalidades aplicadas no âmbito das duas instituições, bem como intercâmbio de informações.” E “Procedimento simplificado para os registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no mercado primário ou secundário”.

²⁹ Ana Carolina Rodrigues, em monografia vencedora do Prêmio BM&FBovespa-FGV-SP de 2010, analisa as respostas regulatórias da CVM e BACEN (por exemplo: Deliberação CVM 550, ICVM 465 486, Resolução BCB 3.824, 3.505 e 3.833) e autorreguladoras (Deliberação AMEC n.º 04, Certificação do IBGC e Central de Risco de Crédito –CETIP, FEBRABAN e ANDIMA) à crise financeira de 2008 (In: *A regulação do sistema financeiro pode evitar crises sistêmicas?*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/Estudos-analisam-as-relacoes-entre-mercado-e-direito.asp>. Acesso em 18 jun. 2011).

autorregulação. As indagações doutrinárias para este conflito dizem respeito aos limites da própria autorregulação e em que medida a regulação estatal poderia interferir (ou não) e se sobrepor à iniciativa privada.

4. LIMITES DA AUTORREGULAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

As normas que regulam o mercado de valores mobiliários no Brasil são encontradas em três principais instâncias: (a) a Lei, em especial a n. 6.404/76 e a n. 6.385/76; (b) a regulação, cujas normas são expedidas pela CVM; e (c) a autorregulação das bolsas de valores. Em cada uma dessas instâncias a autorregulação encontra limites em maior ou menor grau para sua atuação.

4.1. LIMITES LEGAIS

Em linhas gerais, a autorregulação é confirmada direta ou indiretamente pela Lei e, com base nisso, alguns autores³⁰ a classificam como uma fonte de direito societário. Entretanto, a autorregulação deve atuar dentro dos limites expressos e implícitos extraídos das normas legais. Para delimitar essa atuação, é imperativo classificá-las em duas categorias: normas-padrão e normas cogentes.

No primeiro caso, o legislador estabelece que determinadas normas serão aplicadas exceto se as partes não estabelecerem explicitamente algo distinto. No segundo caso, as partes não têm outra opção a não ser acatar o disposto na norma. Neste último caso, o legislador tem por escopo coibir falhas contratuais: impedir que a parte mais informada leve

³⁰ Cf. ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H., *The Essential Elements of Corporate Law*, p. 18 (nota). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436551>. Acesso em 01 mai. 2011.

vantagem sobre a parte que possui menos informações; resguardar interesses de terceiros; ou prevenir problemas ocasionados por ações tomadas por várias partes que poderiam conduzir a disposições contratuais injustas ou ineficientes. As normas cogentes também apresentam função uniformizadora de práticas e condutas – v.g., regras contábeis – em que os benefícios serão maiores se todos aderirem às mesmas disposições.³¹

A partir dessas assertivas, extrai-se como uma primeira conclusão que a autorregulação não pode contrariar as normas cogentes, mas pode atuar nos limites permitidos pelas normas-padrão. Dessa forma, se a Lei n. 6.404/76, em seu art. 140, *caput*, determina que o conselho de administração de uma companhia brasileira será composto por, *no mínimo*, três membros, nada impede que os estatutos prevejam que o conselho de administração seja composto por, *no mínimo*, cinco membros. Contudo, não podem as partes entabular que o conselho terá menos de três membros, pois nesse aspecto a norma é cogente.

Retomando a distinção estabelecida entre autorregulação de base legal e de base voluntária, podemos afirmar que a autorregulação de base legal retira sua competência da Lei ou de norma regulamentar. Nesse sentido, deve estar adstrita aos limites impostos pela norma superior. Ao contrário, a autorregulação de base voluntária, por residir na esfera de autonomia privada das partes, age nas lacunas da Lei ou quando esta permite, mas sem contrariar as normas cogentes.

Ainda em relação aos limites legais da autorregulação, a doutrina³² sugere que a ausência de limites para a autorregulação, bem como os poderes da atuação regulatória estatal e privada podem acarretar problemas de diversas ordens. A extensão do poder regulatório aos entes privados

³¹ Cf. *Idem*, cit., p. 19-21.

³² Cf. TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes, *Op. cit.*, p. 15.

depende de fatores específicos de cada país, sendo eficiente quando houver incerteza quanto aos resultados de sua implementação pelo governo ou quando os interesses envolvidos forem pouco polarizados. Por outro lado, o regime regulatório que produz maior bem-estar social dependerá do grau em que os interesses do governo forem populistas ou estiverem alinhados com os interesses dos produtores.³³

4.2. LIMITES REGULATÓRIOS E SUPERVISÃO PELA CVM

No tocante aos limites regulatórios da autorregulação, cumpre esclarecer inicialmente que a Instrução CVM n. 461/07 impõe uma série de regras de constituição, organização, funcionamento a serem observadas pelas bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

Algumas dessas normas regulamentares limitam expressamente o conteúdo das normas de autorregulação de base legal. Nessa esteira, o art. 15 da referida instrução, ao mesmo tempo em que delega às bolsas a competência para elaboração de normas de organização e funcionamento dos mercados, estabelece qual deve ser o conteúdo mínimo dessas normas, que devem abranger (a) condições para admissão e permanência como pessoa autorizada a operar nos mercados

³³ Cf. GRAJZL, Peter; MURRELL, Peter, Allocating Lawmaking Powers: Self-Regulation vs. Government Regulation. 3 nov. 2005. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=870888. Acesso em 26 mai. 2011. A interferência estatal no desenvolvimento dos entes privados como editores de normas foi estudada por John C. Coffe, Jr., o qual concluiu que a maior descentralização e flexibilidade das instituições em países da *common law* facilitou o desenvolvimento da autorregulação, ao passo que o papel ativo dos entes estatais nos países de *civil law* fez com que a autorregulação fosse reprimida e substituída pela regulação estatal. (*The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Columbia Law School, Working Paper n. 182, jan. 2001, p. 87).

por ela administrados; (b) procedimento de admissão, suspensão e exclusão das pessoas autorizadas a operar; (c) definição das classes, direitos e responsabilidades das pessoas autorizadas a operar; (d) definição das operações permitidas e estruturas de fiscalização dos negócios realizados; (e) condições para admissão à negociação e manutenção da autorização à negociação de valores mobiliários, bem como as hipóteses de suspensão e cancelamento dessa autorização; e (f) criação e funcionamento de departamento de autorregulação.

O parágrafo único desse artigo amplia o grau de ingerência do órgão regulador dos mercados de valores mobiliários nas regras de organização e funcionamento aprovadas das bolsas, que pode inclusive recusar a aprovação dessas regras ou exigir alterações sempre que as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários ou contrárias a disposição legal ou regulamentar.

Na hipótese de a bolsa não observar ou não zelar pela observância das suas próprias regras ou contratos, a CVM poderá cancelar a autorização da instituição, a teor do disposto no art. 115, inciso II, “c”, da Instrução CVM n. 461/07.

Ademais, pode a CVM, no exercício de seu poder fiscalizador, suspender a execução de normas de autorregulação dos mercados, se julgadas inadequadas ao seu funcionamento, e determinar a adoção das normas que considere necessárias, bem como pode recusar a aprovação de regras ou procedimentos, ou exigir alterações nas normas de autorregulação das bolsas se as considerar insuficientes ao bom funcionamento do mercado ou contrárias a disposições legais ou regulamentares.³⁴

A despeito disso, a própria autorregulação de base voluntária dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa estabelece que as alterações de suas normas

³⁴ Art. 118, incisos I e X, da Instrução CVM n. 461/07.

devem ser aprovadas pela CVM antes de serem levadas a efeito.³⁵

Por fim, vale destacar que a delegação às bolsas da função de supervisionar os mercados deve coexistir harmonicamente com os poderes e prerrogativas do órgão regulador. Nesse sentido, caso a bolsa opte por não instaurar processo administrativo em determinada situação, a CVM não pode discordar do julgamento da bolsa, justamente porque delegou a ela essa função.³⁶

4.3. LIMITES PRÓPRIOS DA AUTORREGULAÇÃO

Por si, as normas autorreguladoras do mercado de valores mobiliários já apresentam limites naturais. Por pertinência, elas devem se referir ao mercado que regulam e, à luz dessa finalidade, podem ser divididas em regras de acesso e regras gerais de conduta. Enquanto as primeiras dispõem acerca de aspectos como ingresso de intermediários e emissores ou condições de listagem, as últimas tratam de regras operacionais, comportamentos e prestação de informações.³⁷

Por outro lado, as regras de autorregulação possuem limites naturais de fiscalização e aplicação de penalidades, que consistem em advertências e multas, em menor grau, chegando à proibição, suspensão e cancelamento de negociação de valores mobiliários.³⁸

Além disso, as normas de autorregulação das bolsas podem ser limitadas pela própria evolução do mercado. Inovações negociais aumentam a complexidade dos problemas que requerem rápidas e eficientes respostas do legislador,³⁹ de

³⁵ Assim, itens 14.3 (ii), 14.2 (ii) e 10.2 (ii), respectivamente dos regulamentos do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

³⁶ Nessa esteira, Processo Administrativo Sancionador 32/98.

³⁷ Cf. YAZBEK, Otavio, *Op. cit.*, p. 211.

³⁸ Cf. *Idem*, p. 211-212. Vide, ainda, Seção XII do Regulamento do Novo Mercado.

³⁹ Cf. SZTAJN, Rachel, *Op. Cit.*, p. 141.

sorte que as normas ora existentes podem se mostrar insuficientes para solucionar as novéis questões que surgem.

Da mesma forma, as novas demandas do mercado por regras de governança mais rigorosas não se compatibilizam com as disposições vigentes, o que exige reformas. Um exemplo disso ocorreu recentemente com a elaboração do *Green Paper* da Comissão Europeia sobre governança corporativa, o qual inovou ao tratar da diversidade na composição do Conselho de Administração,⁴⁰ da divulgação das políticas de voto dos investidores institucionais⁴¹ e da incorporação de externalidades (e.g., questões ambientais e sociais).

No ano de 2010, foi realizada audiência restrita com o fim de promover a reforma dos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa, ocasião na qual se revelou a dificuldade de adaptar os regulamentos aos novos anseios do mercado.⁴²

⁴⁰ Cf. EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper - The EU corporate governance framework*. Abr. 2011, p. 5-7. Disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf.

Acesso em 27 mai. 2011. A composição do conselho de administração tem que ser adequada à atividade da companhia e seus membros devem ser selecionados segundo critérios como mérito, qualificações profissionais, experiência, qualidades pessoais, independência e diversidade. Quanto a esta última, argumenta-se que a diversidade no perfil e experiência dos membros do conselho propicia um conjunto de valores, pontos de vista e capacidades. Assim, entre os membros do conselho de administração deve haver diversidade profissional, de nacionalidade e gênero.

⁴¹Cf. EUROPEAN COMMISSION, Op. cit., p. 11-12, a divulgação das políticas de voto dos investidores institucionais aumentaria a conscientização dos investidores, otimizaria as decisões de investimento dos investidores finais, facilitaria os diálogos com o emissor dos valores mobiliários e encorajaria um maior engajamento dos acionistas.

⁴²ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H., Op. cit., p. 22-23, alertam para os problemas advindos da adoção de regras específicas para os estatutos das empresas, no lugar das regras-padrão, pois as primeiras somente poderiam ser modificadas pelos acionistas da empresa, por vezes refratários a modificações, em atenção aos seus interesses pessoais. As dificuldades identificadas são semelhantes às que limitaram a reforma do Novo Mercado em 2010, ou seja, somente as companhias listadas poderiam modificar o Regulamento, de modo que

Os requisitos para alteração dos regulamentos são, além da aprovação pela CVM, como já referido, a realização de uma audiência restrita com as companhias listadas no segmento, de modo que as propostas são aprovadas caso não haja rejeição por um terço das empresas listadas no respectivo segmento.

Como se verá adiante, na ocasião, importantes modificações foram rejeitadas pelos participantes, o que denota a resistência de boa parte das empresas quanto a modificações tendentes estabelecer regras de governança mais estritas e promover o crescimento do mercado, redundando no chamado *Olson problem*.⁴³

A dificuldade de implementação de reformas do segmento pode ser atribuída também ao aumento do número de empresas listadas nos segmentos nos últimos anos, em especial no Novo Mercado, e à heterogeneidade dessas empresas no que tange aos setores da economia que representam, cada qual com seus anseios e necessidades específicas.⁴⁴ Igualmente, a falta de exata compreensão, pelos participantes, da finalidade das normas propostas pode ser um entrave à implementação de reformas.

A primeira das modificações rejeitadas na reforma de 2010 consistiu no aumento do número mínimo de conselheiros independentes de 20% para 30%, exigência para as empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 da BM&FBovespa. O objetivo da proposta foi atribuir um maior grau de transparência e tornas mais equilibradas as decisões tomadas

algumas propostas que visavam aprimorar o grau de governança corporativa do segmento foram rejeitadas.

⁴³ Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana, op. Cit., p. 4 o chamado Olson problem consiste na resistência da elite econômica e política a reformas que visam promover o crescimento (Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU, 2010, p. 4. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541226. Acesso em 27 abr. 2011).

⁴⁴ Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana, Op. cit., p. 49-50.

pelo conselho de administração. Alguns argumentos apresentados pelos refratários a essa proposta foram: (a) dificuldade para encontrar profissionais qualificados e disponíveis no mercado; (b) aumento de custos com a contratação de conselheiros no mercado; e (c) necessidade de renegociar acordos de acionistas que regulam a eleição de membros da administração.

A segunda modificação rejeitada se refere à obrigatoriedade de que as empresas listadas possuíssem um comitê de auditoria. O objetivo da proposta foi assegurar melhor assessoramento ao conselho de administração sobre os controles internos e o gerenciamento de riscos das companhias.⁴⁵ Alguns argumentos contrários à obrigatoriedade do comitê de auditoria foram: (a) as empresas possuiriam características específicas que não seriam compatíveis com a existência permanente de um comitê de auditoria; (b) haveria sobreposição de funções entre comitê de auditoria e conselho fiscal; e (c) instauração de comitês internos deveria ser de competência do conselho de administração e não dos estatutos das companhias ou dos regulamentos de listagem.

A última grande proposta de modificação aplicável ao Novo Mercado e que foi rejeitada consiste na disciplina da oferta pública de ações por atingimento de participação acionária relevante, definida como 30% do capital social. O objetivo foi regular os casos de aquisição de participação relevante e de aquisição originária de controle das companhias, de acordo com práticas internacionais. Entretanto, a fixação de um percentual para obrigatoriedade de realização de oferta pública limitaria a faculdade das empresas ingressantes no segmento de livremente fixar esse percentual para desencorajar ofertas hostis e garantir a liquidez do capital.

Finalmente, cabe mencionar algumas das principais

⁴⁵ Nos EUA, o comitê de auditoria é obrigatório nas companhias abertas (Cf. *The Sarbanes-Oxley Act, Title III, Section 301*).

modificações aprovadas na reforma de 2010, quais sejam, (a) vedação ao estabelecimento de quoruns qualificados para aprovação de certas matérias, salvo se previsto em lei;⁴⁶ (b) proibição de cláusulas de dispersão acionária (vulgarmente denominadas “cláusulas pétreas”); (c) vedação à realização de OPA em caso de atingimento de determinada participação acionária; (d) vedação à acumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente; e (e) manifestação do conselho de administração em caso de qualquer OPA.

5. O RELACIONAMENTO ENTRE REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO: NOVAS PERSPECTIVAS

Outro ponto de vista que é necessário considerar quanto ao autorregulação, até aqui abordado implicitamente, é o do interesse particular e egoísta do regulador-regulado. É evidente que as normas de autorregulação visam atender aos interesses da classe que as instituiu e, acima de tudo, antecipam a disciplina a fim de evitar uma posterior regulamentação estatal mais severa ou prejudicial aos seus objetivos. A autorregulação pode avançar a disciplina do mercado com fixação de padrões mais rígidos de governança corporativa e incorporação de postulados éticos, mas isso não significa que o escopo visado seja o bem geral ou o equilíbrio competitivo.

Luciana Pires Dias aponta, nesse sentido, que a rigidez de algumas regras pode estar voltada à eliminação de concorrentes que não teriam condições de se adequar à mudança, bem como à importância da boa reputação das companhias perante consumidores e investidores.⁴⁷ Esta vantagem reputacional ganha cada vez mais espaço nas pesquisas doutrinárias e seus

⁴⁶ Dispositivo em consonância com o art. 129, *caput*, da LSA.

⁴⁷ DIAS, Luciana Pires, *Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, p. 123-124.

teóricos defendem que a reação adversa dos *stakeholders* gera perdas financeiras quantificáveis e, por tal razão, é considerada pelas companhias. Deste modo, a pressão social torna-se um elemento substancial nas decisões de entidades autorreguladores.⁴⁸

Por outro lado, o medo de uma regulação estatal mais severa e custosa também contribui para a moldagem das normas de autorregulação. Assim, com o intuito de corrigir falhas de mercado e zelar pelo interesse público, o Estado pode adotar uma postura de incentivador da autorregulação, inclusive especificar para as entidades privadas quais são seus escopos, mas deixando que elas mesmas desenvolvam os métodos adequados para atingi-los. Tudo isso porque o temor de uma intervenção direta pode influenciar nas decisões particulares ao ponto de aproximá-las dos padrões desejáveis pelo Poder Público.⁴⁹

A temática sobre a modalidade mais propícia de regulação (hetero ou autorregulação) e seus limites, em especial quando se pensa nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa, não deve desconsiderar a importância que as estruturas bursáteis desempenham para companhias abertas como mecanismos de captação de recursos. Este interesse conduz as empresas a defenderem a qualidade do mercado⁵⁰ e, por outro lado, permite que o Poder Público aproveite a motivação pessoal dos entes privados para beneficiar a

⁴⁸ Cf. GRAHAM, David; WOODS, Ngaire. Making Corporate Self-Regulation Effective in Developing Countries. *World Development*, Vol. 34, No. 5, 2006, p. 870-871.

⁴⁹ Cf. GRAHAM, David; WOODS, Ngaire, Op. cit.

⁵⁰ “Exchanges developed a regulatory apparatus to safeguard their business and to ensure that they attract high-quality issuers. The integrity of their regulatory environment, therefore, is a significant component of their value as a ‘brand name’” (GADINIS, Stavros; JACKSON; Howell. *Markets as Regulators: A Survey*. p. 1252. Disponível em: http://mylaw2.usc.edu/why/students/orgs/lawreview/documents/Gadinis_Stavros_80_6.pdf. Acesso em 18 jun. 2011).

coletividade. O desafio, segundo Gadinis e Jackson, não diz respeito à superação de uma ou outra modalidade, mas reconhecer na atualidade quais áreas do mercado de capitais precisam de regulação – explicitam os autores que a competição reduz a necessidade de regulação das condições de acesso – e qual a espécie mais apropriada para a função, tendo em vista que as novas tecnologias empregadas no setor e competitividade entre bolsas (especialmente com o fenômeno da desmutualização) alterou o conflitos antes existentes.⁵¹

Por fim, o debate sobre regulação do mercado de capitais e suas limitações será enriquecido com a mudança de paradigma quanto ao objetivo da regulação e a forma de aplicação. Foi exposto até aqui que a regulação, segundo teoria tradicional, está alicerçada na correção de falhas de mercado. Uma nova contribuição para o tema é proporcionada pelo abandono do modelo utópico de mercado perfeito. Filipo Maria Lancieri e Thomas Becker Pfeferman sugerem o rompimento com a visão ideal de mercado, para que sua regulação seja elaborada a partir de dados reais (não tendo como objetivo o estado mais próximo do modelo perfeito) e capazes de

criar um sistema financeiro cujas falhas e virtudes se compensem, levando a um resultado superior ao atingido pela regulação baseada no paradigma first-best.⁵²

Os autores reiteram ponto já debatido neste artigo sobre benefícios de uma regulação que não se baseia em ações coercitivas, diante das limitações da norma escrita (defeitos de sua elaboração e reflexos inesperados, vez que nunca é fielmente cumprida), e sim na regulação relacional:

a regulação relacional apresenta vantagem

⁵¹ GADINIS, Stavros; JACKSON, Howell. Op. Cit., p. 1263.

⁵² A Regulação Financeira e o Paradigma Second-Best. Monografia vencedora do Prêmio BM&FBOVESPA-FGV-SP de 2010, p. 21. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/Estudos-analisam-as-relacoes-entre-mercado-e-direito.asp>. Acesso em 18 jun. 2011).

sobre a regulação normativa, já que no caso da normativa, o que vincula os regulados é a letra da norma. Por isso, eles têm grande liberdade para interpretar e reagir a norma como entenderem mais conveniente. No caso relacional, a satisfação do regulador com a mudança de conduta dos regulados é essencial. Isso garante que a regulação relacional, quando efetiva, tende a atingir os resultados com maior fidelidade as intenções iniciais do que a regulação normativa.⁵³

A leitura sistemática destas teorias e consideração dos diversos fatores que compelem as companhias a aperfeiçoarem regras de governança corporativa, no embate entre a necessidade de captação de recursos no mercado de capitais versus o interesse egoístico de maximização dos lucros, poderá contribuir para uma solução eficaz.

6. CONCLUSÃO

Os segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBovespa, em especial o Novo Mercado, desempenham papel de grande relevância no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A estratégia da autorregulação e a natureza puramente contratual de suas normas foram essenciais para seu sucesso.

Completada mais de uma década de atividades e diante dos problemas concretos vivenciados em 2010 para o aperfeiçoamento de suas regras, é salutar o debate que se trava sobre a eficácia do formato contratual dos segmentos e os riscos da autorregulação.

Nesse diapasão, é imperativo lembrar que, uma vez adotado um modelo calcado em relações privadas para estabelecer padrões de governança corporativa, o caminho

⁵³ Idem, p. 20.

escolhido apresenta limitações naturais encontradas na Lei, nas normas expedidas pela CVM e na própria autorregulação, a partir dos critérios escolhidos para atualização das normas. Diante das dificuldades observadas na tentativa de reforma dos segmentos em 2010, cabe refletir acerca da alternativa adotada e quais seriam as possíveis soluções para o possível *Olson Problem* que se verificou. Criar novos segmentos, modificar os critérios para reforma ou aguardar uma solução pela via legal ou regulatória apresenta seus problemas e dificuldades. Quiçá a melhor solução será impingida pelas futuras demandas dos próprios acionistas e potenciais investidores, de sorte que os participantes dos seguimentos não terão outra alternativa senão atender às expectativas do mercado ou amargar o ônus da iliquidez e queda do preço das suas ações.

O artigo não pretende oferecer respostas aos problemas colocados. Acreditamos que nossa maior contribuição seja circunscrever o debate à realidade concreta do mercado brasileiro e seguir teorias que rompem com o paradigma do mercado ideal. Também não parece adequado simplesmente demandar por uma atuação estatal mais intervencionista (seja através do processo legislativo ou ação normativa da CVM), diante dos resultados positivos da autorregulação.

Elementos como pressão social, precificação da boa reputação das companhias, necessidade de bolsas competitivas, devem ser considerados para enfrentamento dessas questões. Além disso, as limitações da heterorregulação também pesam na avaliação.



7- BIBLIOGRAFIA

- ARAGÃO, Alexandre Santos de. O conceito Jurídico de Regulação da Economia. *Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 122, abril-junho/2001.
- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H. *The Essential Elements of Corporate Law*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436551>. Acesso em 01 mai. 2011.
- CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Teoria Palco-Platéia: A interação entre regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa*. São Paulo, 2010. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.
- CAMPOS, Humberto Alves. Falhas de Mercado e Falhas de Governo: uma revisão da literatura sobre regulação econômica. *Prismas: Dir., Pol. Pub. e Mundial*. Brasília, v. 5, n. 2, p. 341-370, jul./dez. 2008. Disponível em: <http://www.regulacao.gov.br/publicacoes/artigos/prismas-regulacao-economica>. Acesso em 18 jun. 2011.
- Coffe, Jr, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*, Columbia Law School, Working Paper n. 182, jan. 2001.
- De Plácido E Silva. *Vocabulário Jurídico*. Atualização Nagib Slaibi Filho e Gláucia Carvalho. Rio de Janeiro: Forense, 2004.
- DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.
- DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As Novas Estruturas Organizacionais da Bolsa*. São Paulo, 2008. Dissertação (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.
- GADINIS, Stavros; JACKSON, Howell. *Markets as Regulators: A Survey*. Disponível em:

- http://mylaw2.usc.edu/why/students/orgs/lawreview/documents/Gadinis_Stavros_80_6.pdf. Acesso em 18 jun. 2011.
- Gilson, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU, 2010. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1541226. Acesso em 27 abr. 2011.
- GRAHAM, David; WOODS, Ngaire. Making Corporate Self-Regulation Effective in Developing Countries, *World Development*, Vol. 34, No. 5, 2006.
- GRAJZL, Peter; MURRELL, Peter. Allocating Lawmaking Powers: Self-Regulation vs. Government Regulation. 3 nov. 2005. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=870888. Acesso em 26 mai. 2011.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- EIZIRIK, Nelson. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.
- EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2006.
- LANCIERI, Filipo Maria; PFEFERMAN, Thomas Becker. A Regulação Financeira e o Paradigma Second-Best. Monografia vencedora do Prêmio BM&FBOVESPA-FGV-SP de 2010. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/Estudos-analisam-as-relacoes-entre-mercado-e-direito.asp>. Acesso em 18 jun. 2011.
- MENDES, Conrado Hübner. Reforma do Estado e Agência

- Reguladoras: Estabelecendo os Parâmetros de Discussão. *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros/SBDP, 2000.
- MOREIRA, Vital. *Auto-regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997.
- OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/43/29/48004323.pdf>. Acesso em 29 mai. 2011.
- PINHEIRO, Armando Castelar; Saddi, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.
- POSNER, Richard A. Theories of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 5, n.º 2, (Autumn 1974), pp. 335-358.
- RODRIGUES, Ana Carolina. A regulação do sistema financeiro pode evitar crises sistêmicas?. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/Estudos-analisam-as-relacoes-entre-mercado-e-direito.asp>. Acesso em 18 jun. 2011.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008.
- SANT'ANA, Diogo de. Conjuntura da Regulação no Brasil: conflitos e convergências. *Direito Econômico Regulatório*. Coord. Mario Gomes Shapiro. São Paulo: Saraiva, 2010, Série GVlaw.
- STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, n.º 1, (Spring 1971), pp. 3-21.
- SUNDFELD, Carlos Ari. Serviços públicos e regulação estatal. *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo> Malheiros/SBDP, 2000.
- SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Nova Série, ano 43,

n. 135, p. 136-147, julho-setembro/2004.

SZTAJN, Rachel; SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Regulação e Concorrência no Sistema Financeiro. *Revista de Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 123, julho-setembro/2001.

TRINDADE, Marcelo; Santos, Aline de Menezes. Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf. Acesso em 22 mai. 2011.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.