

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS**  
**FACULDADE DE DIREITO - PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO**

Adriano Augusto Teixeira Ferraz

**A AUTORREGULAÇÃO DO**  
**MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO:**  
**A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**

Belo Horizonte

2012

ADRIANO AUGUSTO TEIXEIRA FERRAZ

**A AUTORREGULAÇÃO DO  
MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO:  
A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do grau de mestre em Direito na Área de Concentração em Direito Empresarial.

Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima

Belo Horizonte

2012

Dissertação defendida e aprovada, em \_\_\_\_\_, pela banca examinadora constituída pelos professores:

---

Professor Doutor Osmar Brina Corrêa-Lima (Orientador) - UFMG

---

---

À minha esposa Daniela,  
pelo companheirismo durante  
essa fase de ausência e estudos.

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador, Professor Doutor Osmar Brina Corrêa-Lima. A orientação do professor Brina não foi limitada ao mestrado. Com a sua maneira gentil de ser e seu profundo conhecimento técnico o professor iluminou os meus passos desde o 5º período da graduação, quando ministrava a disciplina Direito Comercial II. A partir do estudo das sociedades anônimas e limitadas tive a certeza de que o meu futuro estaria ligado, de alguma forma, a esse ramo do direito. Ainda na graduação, tive a oportunidade de ser seu monitor, período de grande aprendizado, e fundar o Grupo de Estudos de Direito Empresarial da UFMG que contou desde o início com a sua coordenação.

Também merece os meus mais sinceros agradecimentos a Professora Doutora Moema Augusta Soares de Castro. O meu primeiro contato com o direito empresarial foi proporcionado pela professora Moema, quando ministrava a disciplina Direito Comercial I. A professora sempre lecionou com paixão, de forma clara e didática, o que despertou o meu interesse na matéria. Depois, seguiram mais de 01 (um) ano de monitoria que foram fundamentais para a minha vida acadêmica.

Não pode faltar o agradecimento aos Professores Doutores Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa e Marcos Paulo de Almeida Salles, ambos da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, que me acolheram tão bem e permitiram a minha participação na disciplina “O Mercado de Capitais no Direito Comercial I: Regulação e Auto-regulação”, ministrada no 1º semestre do ano de 2010, no curso de pós-graduação daquela instituição. Essa disciplina foi muito importante para o desenvolvimento deste trabalho e me proporcionou o contato com inúmeros estudiosos de temas correlatos.

Agradeço aos funcionários das bibliotecas de 04 (quatro) instituições. Aos funcionários da FDUFMG pelo contínuo apoio e gentileza na prestação de seus serviços. Aos funcionários da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, principalmente aqueles lotados na Biblioteca Central, pelo auxílio na pesquisa de teses e dissertações que realizei no mês de janeiro de 2012. Aos funcionários da biblioteca das Faculdades Milton Campos pela presteza no auxílio aos discentes e organização impecável do acervo bibliográfico. Por fim, aos funcionários da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais por terem me auxiliado nas pesquisas e proporcionado inúmeras noites produtivas de estudos.

Agradeço a todos que participaram do Grupo de Estudos de Direito Empresarial da UFMG, pois o tema objeto deste estudo nasceu das discussões nele realizadas. O grupo me ajudou a compreender o mercado de valores mobiliários e a solucionar questões difíceis, criando as bases necessárias para estudos mais profundos.

Agradeço, a minha família, em especial a minha esposa Daniela; meus pais, Daniel e Zeni; e meus irmãos, Alexandre e Arthur, por terem sido tão compreensivos durante essa fase de estudos e me desculpo pela ausência recorrente. Tenham certeza de que cada um de vocês contribuiu para esse trabalho.

Por fim, merece um agradecimento especial todos os meus amigos do Brito & Maia Advogados pelo apoio. A discussão diária dos temas pesquisados me auxiliou a enxergar vários aspectos obscuros da minha pesquisa, o que contribuiu sobremaneira para o seu desenvolvimento.

Muito obrigado!

## RESUMO

O objetivo do presente trabalho é o estudo do fenômeno da autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro. A coordenação da economia é realizada, em conjunto, pelo Estado por meio da regulação; pelo Mercado por meio da concorrência; e por Entidades Profissionais Privadas (geralmente, associações) por meio da autorregulação. A coordenação da economia realizada apenas pelo Estado não é capaz de regular todas as questões inerentes a esse sistema, tendo em vista a enorme complexidade da sociedade contemporânea. Assim, é necessária a articulação entre essas formas de coordenação para que a confiança dos agentes econômicos seja protegida. Essa proteção é fundamental para a manutenção do mercado de valores mobiliários, devendo ser esse o objetivo principal da coordenação desse subsistema. Nesse sentido, a autorregulação surge como a forma adequada de coordenação do mercado nas questões profissionais, as quais são observadas em determinado grupo de pessoas que compartilham técnica e ética no exercício de determinado ofício. A autorregulação é exercida pelos próprios profissionais que atuam nos segmentos autorregulados, por meio de entidades profissionais privadas, sendo que eles estão mais bem qualificados para dispensar um tratamento técnico às questões que precisam ser tratadas, possuem maior sensibilidade em relação às questões éticas envolvidas e gozam de maior legitimidade na definição das regras e padrões a serem impostos ao grupo. Assim, a autorregulação possui um imenso campo de desenvolvimento no mercado de valores mobiliários, tendo em vista que esse subsistema é marcado por seu elevado caráter profissional. A autorregulação pode surgir de duas formas: por influência do Estado ou de forma voluntária, por meio da adesão dos membros às regras de determinada entidade profissional privada. Na primeira forma, a entidade utiliza de poderes outorgados pelo Estado em sua função de autorregulação e na segunda a autoridade advém da relação contratual firmada com os seus membros. Há, todavia, a possibilidade de abusos na autorregulação (*v. g.*, conflito de interesses), sendo que nessas hipóteses a regulação estatal deverá intervir para evitar distorções e garantir a confiança dos agentes econômicos no mercado de valores mobiliários.

**PALAVRAS-CHAVE:** mercado de valores mobiliários, autorregulação, confiança, profissão, bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e associações profissionais.

## ABSTRACT

The objective of this study is to analyze the phenomenon of self-regulation of Brazilian securities market. The economy coordination is conducted together by the State through regulation; the market through competition, and Professional Private Entities (generally associations) through self-regulation. The economy coordination conducted only by the State is unable to regulate all matters inherent to this system, in view of the enormous complexity of contemporary society. This requires a link between these forms of coordination for the confidence of economic agents is protected. This protection is essential to maintain the securities market, should be the main objective of the coordination of this subsystem. In this sense, self-regulation appears to be the appropriate form of market coordination in professional issues, which are observed in a given group of people that share technical and ethical in the exercise of a craft. The self-regulation is carried by the professionals who work at self-regulated segments, through private professional organizations, and they are best qualified to dispense a technical approach to the issues that need to be treated, they have greater sensibility to ethical issues involved and they have greater legitimacy in defining rules and standards to be imposed on the group. Thus, self-regulation has an immense field of development in the securities market, considering that this subsystem is characterized by its high professional nature. The self-regulation can arise in two ways: through influence of the State or on a voluntary basis by adhering to the rules of a particular private professional entity. In the first form, the entity uses the powers granted by the State in its function of self-regulation, in the second form the authority stems from the contractual relationship established with its members. There are, however, the possibility of abuse in the self regulation (eg, conflict of interest), and in these hypotheses the State regulation should intervene to prevent distortions and ensure the confidence of economic agents in the securities market.

**KEYWORDS:** securities market, self-regulation, confidence, profession, stock exchanges, spot and futures markets and professional associations.

## LISTA DE QUADROS, GRÁFICOS E ILUSTRAÇÕES

FIGURA 01 – Título: Estrutura Normativa do Sistema Financeiro Nacional.....	18
GRÁFICO 01 – Título: Comportamento da Inflação – IPCA – 1980-2009 (%).....	44
QUADRO I – Título: Volume Negociado e Capitalização do Mercado de Capitais – 1994-2000.....	45
TABELA 01 – Título: Privatização: Receita de Venda e Dívidas Transferidas – 1990-2002.....	49
GRÁFICO 02 – Título: Privatização: Participação Setorial – 1990-2002.....	49
QUADRO II - Título: Privatização: Investidores – 1990-1994.....	50
QUADRO III - Título: Privatização: Investidores – 1995-2002.....	50
GRÁFICO 03 - Título: Capitais Estrangeiros – Fluxos Líquidos – 1995-2011.....	58
QUADRO IV - Título: Oferta Públicas Iniciais (IPOs) – BM&F Bovespa - 2004-2011.....	58
GRÁFICO 04 - Título: Movimento das Bolsas de Valores – 2001-2010.....	58
QUADRO V – Título: Restrições impostas às Bolsas.....	100
GRÁFICO 05 – Título: Histórico de Reclamações ao MRP (2005 – 2011).....	112
QUADRO VI – Título: Procedimento de Registro Simplificado de Registro (ANBIMA)...	117
QUADRO VII – Título: Prestação de Informações pelos Emissores de Valores Mobiliários.....	121
QUADRO VIII – Título: Convênios de Cooperação Técnica e Acadêmica – CVM.....	121
QUADRO IX – Título: Comitês da ANBIMA.....	131
QUADRO X – Título: Códigos de Autorregulação da ANBIMA.....	138

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas

ABNT – Associação Brasileira de Normas Técnicas

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANCOR - Associação Nacional das Corretoras de Valores

ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria

ADEVAL - Associação das Empresas Distribuidoras de Valores

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

BCB – Banco Central do Brasil

BM&F - Bolsa de Mercadoria e Futuros

BM&FBOVESPA - BM&FBOVESPA S.A.

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPAR - Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social -

Participações

Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo

BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

CMN – Conselho Monetário Nacional

CONMETRO Conselho Nacional de Metrologia, Normalização e Qualidade Industrial

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DETRAN – Departamento Estadual de Trânsito

FDUFMG – Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais

FHC – Fernando Henrique Cardoso

IBCA - Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IOSCO - *International Organization of Securities Commission*

MRP - Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos da BM&FBOVESPA

OAB – Ordem dos Advogados do Brasil

RE – Recurso Extraordinário

SEC – Securities and Exchange Commission

STF – Supremo Tribunal Federal

*“A confiança não se ordena.  
Ela vem do fundo de nós próprios”*  
Alain Peyrefitte (A Sociedade de Confiança)

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO METODOLÓGICA.....	15
<b><u>SECÃO 1 - A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS</u></b> .....	22
<b>1. A COORDENAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....</b>	22
<b>1.1. Conceito de Regulação.....</b>	23
<b>1.2. Dificuldades da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro – a Incerteza e a Complexidade.....</b>	28
<b>1.3. A Proteção da Confiança como Requisito Básico para a Existência e Manutenção do Mercado de Valores Mobiliários.....</b>	36
<b>2. A RECENTE EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....</b>	42
<b>2.1. Reformas Macroeconômicas da Década de 90.....</b>	43
<b>2.2. O Fortalecimento da Autorregulação.....</b>	52
<b>2.3. O Renascimento do Mercado de Valores Mobiliários no Século XXI.....</b>	55
<b>3. A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS... 61</b>	61
<b>3.1. Conceito de Autorregulação.....</b>	64
<b>3.2. Modalidades de Autorregulação.....</b>	73
<b>3.3. Espaços e Limites da Autorregulação.....</b>	78
<b>3.4. Vantagens da adoção da Autorregulação.....</b>	89
<b>3.5. As Soft Laws.....</b>	92
<b><u>SECÃO 2 – EXEMPLOS DE AUTORREGULAÇÃO</u></b> .....	94
<b>4. A AUTORREGULAÇÃO DE BASE LEGAL.....</b>	94
<b>4.1. As Bolsas de Valores e as Bolsas de Mercadorias e Futuros.....</b>	94
4.1.1. Processo de Desmutualização das Bolsas.....	104
4.1.2. Conflitos de Interesses e a Estrutura de Autorregulação das Bolsas.....	108

<b>4.2. Convênios da CVM.....</b>	<b>113</b>
4.2.1. Convênio CVM e Anbima – Procedimento Simplificado para os Registros de Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários nos Mercados Primário e Secundário.....	114
4.2.2. Convênio CVM e Anbima – Procedimento para a Aplicação de Penalidades e Celebração de Termos de Compromisso.....	119
4.2.3. Convênio CVM e BM&FBovespa – Acompanhamento e Fiscalização da Prestação de Informações pelos Emissores de Valores Mobiliários.....	120
4.2.4. Convênios de Cooperação Técnica e Acadêmica.....	121
<b>4.3. Certificação como Requisito para o Exercício de Atividade Profissional.....</b>	<b>125</b>
<b>5. A AUTORREGULAÇÃO DE BASE VOLUNTÁRIA.....</b>	<b>129</b>
<b>5.1. Associações Profissionais.....</b>	<b>129</b>
5.1.1. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.....	130
5.1.2. ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas.....	142
5.1.3. ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria.....	144
5.1.4. APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.....	145
<b>5.2. BM&amp;FBovespa e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa .....</b>	<b>146</b>
5.2.1. Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa.....	147
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>151</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>154</b>
<b>1. Jurisprudência.....</b>	<b>154</b>
<b>2. Legislação.....</b>	<b>155</b>
<b>3. Livros, trabalhos acadêmicos, publicações em periódicos e outros meios.....</b>	<b>156</b>
<b>4. Sites pesquisados.....</b>	<b>164</b>

## INTRODUÇÃO METODOLÓGICA

No ano de 2008, ao ler a obra *A Era da Turbulência: Aventuras em um Novo Mundo*, me deparei com o seguinte relato de Alan Greenspan: “[...] os mercados se tornaram demasiado grandes, complexos e rápidos para se sujeitarem aos tipos de regulamentação e de supervisão do século XX.”<sup>1</sup>

Essa frase me causou grande inquietação e curiosidade. O que o anterior Chairman do *Federal Reserve* (o Banco Central norte-americano) tinha visto no alto de seu cargo? Ora, o Estado moderno não é capaz de regular o mercado? Qual é a resposta do mercado em relação a isso? Não possuía respostas para tais questões. Ele poderia estar propondo algo semelhante a mão invisível de Adam Smith, ou seja, um modelo no qual o Estado não deveria intervir na economia. Não estava satisfeito com essa resposta, era necessário investigar.

O estudo desse tema demonstrou que a coordenação da economia não é realizada exclusivamente pelo Estado. Na realidade, ela é realizada em conjunto pelo Estado por meio da regulação, pelo Mercado por meio da concorrência, e por Entidades Profissionais Privadas (geralmente, associações) por meio da autorregulação. Essas modalidades se manifestam em conjunto, havendo espaços específicos para o desenvolvimento de cada uma. A regulação, entretanto, é preponderante sobre as outras.

Este trabalho se propõe a estudar uma dessas modalidades de coordenação do mercado de valores mobiliários, a realizada pelas Entidades Profissionais Privadas através da autorregulação. Trata-se de uma questão muito pouco estudada no direito pátrio, carecendo de sistematização e aprofundamento<sup>2</sup>. A Professora Titular de Direito Administrativo da

---

<sup>1</sup> GREENSPAN, Alan. *A Era da Turbulência: Aventuras em um Novo Mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 475.

<sup>2</sup> Nas pesquisas realizadas, observou-se que, no Brasil, o trabalho que mais se aprofundou no tema autorregulação do mercado de valores mobiliários foi a dissertação de mestrado de Luciana Pires Dias, apresentada na Universidade de São Paulo em 2005, intitulada *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Otavio Yazbek, em sua obra *Regulação do mercado financeiro e de capitais* (1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007), oriunda de sua tese de doutorado defendida perante a Universidade de São Paulo, aborda o assunto de maneira sintética, pois o seu objetivo era o de estudar a regulação do sistema financeiro (como se verá a seguir regulação e autorregulação são termos distintos). Em 2010, Luiz Felipe Amaral Calabro defendeu a Tese de Doutorado na Universidade de São Paulo denominada *Teoria Palco-Platéia: a Interação entre Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa*. Essa tese se restringiu a estudar a autorregulação realizada pelas bolsas de valores, notadamente após a edição da Instrução Normativa nº 461/07. Entretanto, conforme será observado neste trabalho, esse fenômeno é muito mais amplo, sendo a autorregulação realizada pelas bolsas apenas uma parte, a despeito da sua importância. Há outras obras de menor importância, as quais serão

Universidade de São Paulo, Odete Medauar, chegou a afirmar que o fenômeno da autorregulação “não é freqüente”<sup>3</sup>. Será mesmo?

Conforme noticia Vital Moreira, na Europa, desde profissões liberais às regiões vinícolas, desde as câmaras de comércio às associações de regantes, é incontornável a persistência, em muitos países, “de uma certa medida de auto-administração económico-profissional, nomeadamente por intermédio de corporações profissionais juridicamente qualificadas como entidades públicas, ou pelo menos oficialmente dotadas de poderes públicos.”<sup>4</sup>

Será que esse fenômeno não teria se iniciado no Brasil? Pouco provável, diante das nossas raízes históricas. Na realidade, um estudo superficial dessa questão já demonstraria que o fenômeno da autorregulação é um dos mais pujantes das sociedades pós-modernas, inclusive da brasileira, estando presente em inúmeros campos do saber.

Um exemplo disso, ocorre no instante em que esta dissertação é escrita. O autor observou uma série de normas da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT), entidade privada e sem fins lucrativos, criada em 1940, e reconhecida como “único Foro Nacional de Normalização” através da Resolução n.º 07 do Conselho Nacional de Metrologia, Normalização e Qualidade Industrial (CONMETRO). Ora, tais normas foram criadas por uma instituição privada, sendo que o Estado a reconhece como a entidade “responsável pela normalização técnica no país, fornecendo a base necessária ao desenvolvimento tecnológico brasileiro”.<sup>5</sup> A ABNT é responsável pela normalização em diversos setores, que inclui a construção civil, indústria automobilista, dentre outros.

De outro lado, inúmeras entidades profissionais realizam a certificação da capacidade de seus membros para o exercício de determinado ofício (em alguns casos, o Estado se utiliza desse reconhecimento, ao invés de realizar essa verificação no âmbito da administração pública). Um exemplo disso é a própria Ordem dos Advogados do Brasil que confere o título de advogado às pessoas que cumprem determinados requisitos (bacharelado em direito, aprovação no exame, etc). Essa entidade possui a natureza privada, apesar de o Estado ter reconhecido a sua existência e autoridade desde 1937, por meio do artigo 17, do Decreto

---

citadas ao longo deste trabalho, e alguns artigos de conteúdo relevante. Foi necessário recorrer à doutrina internacional, que trouxe luzes a este estudo.

<sup>3</sup> MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto Regulação. *Revista de Direito Administrativo*, volume 228. Rio de Janeiro: Renovar, abril-junho/2002, p. 128.

<sup>4</sup> MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997, p. 12.

<sup>5</sup> ABNT. *Conheça a ABNT*. Disponível em <<http://www.abnt.org.br>>.

19.408/30, e determinar que a advocacia é atividade privativa daqueles que possuem o título de advogado conferido pela OAB<sup>6</sup>.

No mercado de valores mobiliários, observamos que a autorregulação é largamente utilizada. Conforme determina a Lei 6.385/76, conjugada com a Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 461/07, as bolsas de valores e as de mercadorias e futuros devem realizar a autorregulação das operações nela realizadas. Ademais, a CVM estabelece como requisito para o exercício das atividades de agente autônomo de investimento e analista de valores mobiliários o prévio credenciamento junto a “entidades autorreguladoras” (consoante o disposto nas Instruções Normativas da CVM nºs 483/10 e 497/11).

Além dessas formas de autorregulação exercidas sob o amparo da outorga ou reconhecimento do Estado, também são observadas inúmeras regras emanadas por essas instituições profissionais privadas com o objetivo de estabelecer padrões considerados desejados pelos agentes econômicos. O caso mais famoso desse fenômeno são os chamados Níveis de Governança Corporativa criados pela então Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em 2.000. Tratam-se de segmentos de listagem diferenciada de ações, através dos quais as companhias neles listadas assumem maiores obrigações que as dispostas na lei. Essa iniciativa foi uma das principais causas da transformação do mercado de valores mobiliários brasileiro e contribuiu de forma decisiva para o seu crescimento observado nos últimos anos.

Por outro lado, é cada vez maior a participação das associações profissionais na definição de normas e padrões de conduta de seus associados (por meio de Códigos de Melhores Práticas ou de Ética), na qualificação de seus membros (por meio de programas de educação continuada ou de certificações) ou mesmo em situações muito específicas, como o convênio celebrado entre a Comissão de Valores Mobiliários e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que outorgou poderes para que a associação realize a análise prévia do registro de distribuição de alguns valores mobiliários (conforme será demonstrado no quarto capítulo deste trabalho).

Ou seja, a autorregulação é um fenômeno “frequente” no mercado de valores mobiliários e que necessita ser estudado. A própria CVM reconhece que a autorregulação faz parte da “estrutura normativa do sistema financeiro nacional” (sic.) e apresenta o seguinte organograma em seu site:

---

<sup>6</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 122.

FIGURA 01 – Estrutura Normativa do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: CVM <<http://www.cvm.gov.br/>>

Esta dissertação é estruturada em 02 (duas) seções e 05 (cinco) capítulos. Na primeira seção é apresentado o fenômeno da autorregulação do mercado de valores mobiliários. No primeiro capítulo é definido o conceito de regulação, uma das formas de coordenação do mercado de valores mobiliários, conforme já foi citado. A coordenação do mercado realizada apenas pela regulação estatal não é capaz de abranger toda a complexidade e a incerteza inerentes a esse sistema. É necessário, portanto, uma coordenação conjunta pela regulação, autorregulação e pela concorrência. Como será observado, o objetivo da coordenação deve ser a proteção da confiança dos agentes econômicos, a qual é alçada ao patamar de requisito essencial para a criação e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Não existe mercado sem confiança, sendo que um modelo de coordenação adequado é essencial para a sua manutenção.

No capítulo 2 é apresentada a história recente do mercado de valores mobiliários brasileiro, envolvendo os últimos 20 (vinte) anos. Nesse período, ocorreu um enorme aumento das operações realizadas nesse mercado decorrentes de algumas medidas macroeconômicas adotadas pelo governo federal, do fortalecimento da autorregulação e de alterações legislativas. Tais fatores criaram as bases necessárias para a manutenção do mercado brasileiro, que resistiu bem à crise de 2008 (talvez o seu maior desafio após o seu renascimento na última década). A autorregulação foi fundamental nesse processo.

No capítulo 3 é apresentado o conceito de autorregulação do mercado de valores mobiliários e definido os seus espaços e as vantagens da sua implementação. A autorregulação é classificada em dois grandes grupos: a legal, quando ela é estabelecida ou reconhecida pelo Estado, embora as entidades autorreguladoras permaneçam privadas e independentes do Estado, e a voluntária, quando ela não é reconhecida ou estimulada diretamente pelo Estado. Essa classificação servirá para a divisão das matérias que serão

desenvolvidas nos capítulos seguintes. Os espaços de desenvolvimento da autorregulação serão limitados a aqueles que possuem um elemento profissional. Serão apresentadas as *Soft Laws*, com destaque para a atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), e explicados os motivos pelos quais elas não podem ser consideradas como autorregulação.

Na segunda seção serão apresentados alguns exemplos de autorregulação existentes no Brasil. O quarto capítulo tratará da autorregulação de base legal. Serão abordados três exemplos desse tipo de autorregulação, que representam as suas principais formas de ocorrência: a autorregulação realizada pelas bolsas de valores, os convênios da CVM com Entidades Privadas e as certificações das Associações Profissionais reconhecidas pela CVM. Uma outra forma que poderia ser apresentada é a arbitragem como método de resolução de conflitos<sup>7</sup>. Entretanto, este trabalho não possui a pretensão de esgotar todas as formas de autorregulação de base legal existentes no mercado de valores mobiliários (cujos exemplos aumentam com o desenvolvimento desse mercado), já tendo sido a arbitragem objeto de inúmeros estudos.

O quinto capítulo tratará da autorregulação de base voluntária. Serão identificadas as principais entidades profissionais privadas do Brasil cujos membros atuam no mercado de valores mobiliários. Depois, serão verificados os instrumentos por elas utilizados, dentre os quais as normas, Códigos de Ética e de Melhores Práticas e Certificação. Também serão abordados os níveis de governança corporativa da atual BM&FBovespa S.A.

Algumas ressalvas são necessárias para a correta interpretação deste trabalho. Este estudo não tem a pretensão de aplicar a teoria da análise econômica do direito (apesar dela ser aplicada em alguns tópicos, quando necessária). O objetivo do trabalho foi analisar como a autorregulação ocorre no mercado de valores mobiliários e quais são os espaços de desenvolvimento e principais mecanismos utilizados (matéria pouco explorada no direito pátrio). Da mesma forma, não se trata de uma dissertação que pretende esgotar as questões de direito administrativo relacionadas à autorregulação, notadamente nas hipóteses de

---

<sup>7</sup> Esse tema foi abordado pelo Professor Osmar Brina Corrêa-Lima, em palestra proferida em Curitiba no ano de 1.999. Ao discorrer sobre as tendências do direito comercial, asseverou que: “a primeira tendência, que percebo, traduz-se, portanto, numa postura de cada sociedade procurar resolver os seus próprios problemas, com a ajuda de *prudentes*, ao invés de delegar a solução ao Poder Judiciário. O legislador brasileiro já percebeu essa tendência e procurou nos dotar dos mecanismos necessários à sua implementação mais fácil.” CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Tendências Atuais do Direito Societário*. Palestra proferida em Curitiba, na Ordem dos Advogados do Brasil – Seção do Estado do Paraná, no dia 13 de agosto de 1999.

autorregulação de base legal. No futuro poderão ser realizados estudos que utilizem outras abordagens.

O termo “autorregulação” disposto ao longo do trabalho já está adequado ao *Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa*<sup>8</sup>, sendo que as referências a textos já publicados (anteriores à vigente desse acordo) serão transcritas da forma como consta do texto original (ou seja, *auto-regulação*).

Outra ressalta se refere ao termo *agentes econômicos*. Esse termo foi adotado para identificar todas as pessoas naturais ou jurídicas que exerçam atividades no mercado de valores mobiliários. Apesar de certa imprecisão conceitual, essa simplificação facilita a compreensão do texto na medida em que evita a necessidade de discriminação de todos os envolvidos.

Por fim, vale a ressalva de Otavio Yazbek de que “os arranjos regulatórios adotados para a regulação do mercado financeiro e de capitais atendem a padrões bastante distintos, conforme o processo de desenvolvimento histórico de cada país e das estruturas administrativas vigentes a cada caso, assim como conforme os problemas concretos que cada sistema se depara.”<sup>9</sup> Isso também ocorre com a autorregulação, motivo pelo qual é importante ressaltar que esse trabalho dará enfoque à experiência brasileira. Será utilizada doutrina estrangeira devido a carência de estudos no Brasil sobre o assunto proposto, mas não haverá a pretensão de analisar exemplos estrangeiros de autorregulação.

Conforme relata Maria Mercè Darnaculleta i Gardella “produz uma certa vertigem entrar sem mais no estudo de um fenômeno aparentemente tão distante do direito”<sup>10</sup> como é a autorregulação. Entretanto, ultrapassar a concepção de que a regulação é suficiente para coordenar o mercado de valores mobiliários e compreender o fenômeno da autorregulação é fundamental para o adequado estudo da realidade atual e a definição de um adequado modelo a ser seguido.

No plano metodológico, são importantes os seguintes aspectos da pesquisa:

---

<sup>8</sup> Não se emprega, pois, o hífen:

a) Nas formações em que o prefixo ou falso prefixo termina em vogal e o segundo elemento começa por r ou s, devendo estas consoantes duplicar-se, prática aliás já generalizada em palavras deste tipo pertencentes aos domínios científico e técnico. Assim: antirreligioso, antissemita, contrarregra, contrassenha, cosseno, extrarregular, infrassom, minissaia, tal como hiorritmo, hiossatélite, eletrossiderurgia, microssistema, microrradiografia.

<sup>9</sup> YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 192

<sup>10</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Autorregulación y Derecho Público: La Autorregulación Regulada*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A. 2005, p. 33. Texto original “produce un cierto vértigo adentrarse sin más en el estudio de un fenómeno aparentemente tan distante del Derecho”

(i) **Tema** – A coordenação do mercado de valores mobiliários brasileiro por entidades profissionais privadas.

(ii) **Situação-Problema** – Para que seja possível a manutenção do mercado de valores mobiliários é necessária a confiança dos agentes econômicos, a qual é capaz de reduzir a complexidade e a incerteza inerentes a esse sistema. O modelo adequado de coordenação do mercado de valores mobiliários, com o objetivo de proteger a confiança dos agentes econômicos, envolve a atuação conjunta da regulação estatal, da autorregulação por entidades profissionais privadas e da coordenação pelo próprio mercado por meio da concorrência. Diante desse cenário, como ocorre a autorregulação por entidades profissionais privadas no mercado de valores mobiliários brasileiro? Quais são as suas formas, seus espaços de desenvolvimento e as suas vantagens?

(iii) **Hipótese** – Considerando que o modelo adequado de coordenação do mercado de valores mobiliários, para a manutenção da confiança dos agentes econômicos, envolve a atuação conjunta da regulação estatal, da autorregulação de entidades profissionais privadas e da coordenação pelo próprio mercado por meio da concorrência, afirma-se que a autorregulação, induzida pelo Estado ou voluntária, se presta a coordenação desse sistema em questões de cunho profissional, as quais possuem elevado conteúdo técnico e ético. Isso é explicado devido a sua maior legitimidade, especialização e flexibilidade.

(iv) **Marco Teórico** – Conforme ressaltou Vital Moreira, “hoje as economias capitalistas são mistas quanto ao modelo de coordenação, na medida em que combinam em doses variáveis a coordenação estadual, a coordenação pelo mercado e a auto-regulação por intermédio dos próprios agentes econômicos.”<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 32.

## **SEÇÃO 1 - A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

### **1. A COORDENAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

A primeira questão que deverá ser enfrentada neste trabalho é a identificação das formas de coordenação da economia, que inclui o mercado de valores mobiliários. O termo coordenação assume aqui uma significação ampla, compreendendo qualquer ato ou efeito de ordenar, organizar, estruturar ou influenciar o funcionamento da economia.

Em obra clássica sobre os sistemas econômicos, W. Eucken identificou dois tipos de coordenação, quais sejam: a coordenação realizada pelo Estado de maneira centralizada e a coordenação realizada pelos indivíduos de forma descentralizada. De acordo com ele:

[...] a grande variedade de específicas ordens econômicas que existiram no passado e que existem no presente podem ser entendidas como composições variadas de dois princípios básicos - a coordenação descentralizada das atividades econômicas dentro de um quadro de regras gerais do jogo por um lado, e, pelo outro, o princípio da subordinação dentro de um sistema administrativo centralizado.<sup>12</sup>

Para o autor, todas as formas de coordenação da economia poderiam ser enquadradas em algum desses dois modelos, sendo que “na realidade econômica do presente e do passado não se encontram traços de outro sistema econômico além dos dois tipos puros mencionados; nem é concebível que se possam encontrar outros.”<sup>13</sup>

Para Vital Moreira, entretanto, há uma terceira forma de coordenação da economia caracterizada pela coordenação coletiva dos agentes econômicos através de organizações. Esse tipo de coordenação não poderia ser considerada uma coordenação realizada pelo Estado, tendo em vista que não é por ele imposta, mas produzida dentro da economia pelos

---

<sup>12</sup> Eucken, W., The Foundations of Economics apud KUHNERT, Stephan. *The Man Who Heated Up Economic Discussion with a Stove: Walter Eucken's Challenge to the Social Sciences*. Disponível em <[http://www.indiana.edu/~voconf/papers/kuhnert\\_voconf.pdf](http://www.indiana.edu/~voconf/papers/kuhnert_voconf.pdf)>, p. 6. Texto original: “[...] the large variety of specific economic orders that have existed in the past and which exist in the present can be understood as varied compositions of two basic principles – the decentralized coordination of economic activities within a framework of general rules of the game on the one hand, and, on the other, the principle of subordination within a centralized administrative system.”

<sup>13</sup> Eucken, W., Die Grundlagen der Nationalökonomie apud MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 29.

próprios interessados. Também não poderia ser considerada uma coordenação realizada de forma descentralizada, pois é uma regulação “artificial” da economia.<sup>14</sup>

Assim, a economia é coordenada de três formas, quais sejam: pelo Estado, por meio da regulação; por entidades privadas que congregam os agentes econômicos, por meio da autorregulação; e pelo mercado, de forma descentralizada, cujo princípio orientador é a concorrência. Tais formas de coordenação estão presentes de forma concomitante nas economias capitalistas modernas.

Esse é o esquema de coordenação do mercado de valores mobiliários que será adotado neste trabalho, pois se considera que ele é o modelo adequado para a manutenção da confiança dos agentes econômicos nesse sistema. Para que seja compreendido o fenômeno da autorregulação é importante que, inicialmente, seja fixado o conceito de regulação estatal e identificadas as suas deficiências<sup>15</sup>. É o que será feito a seguir.

### 1.1. Conceito de Regulação

Uma antiga questão permanece sendo discutida por parte da doutrina jurídica e econômica<sup>16</sup> sem que haja um consenso, qual seja: como o Estado deve intervir na economia? Grandes pensadores dedicaram as suas vidas para estudar essa questão e as respostas giram em torno de dois extremos, o da completa intervenção e o da inexistência de intervenção.

O trabalho ora proposto não tem a pretensão de responder essa pergunta, mas para que se alcance o objetivo de entender o fenômeno da autorregulação do mercado de valores mobiliários cumpre, inicialmente, entender o que é regulação. Como se verá a seguir, a regulação e a autorregulação do mercado de valores mobiliários são institutos que coexistem e se completam.

O termo regulação tem origem no vocábulo inglês *regulation*. De acordo com Odete Medauar, “o vocábulo inglês *regulation*, ao ser traduzido para línguas latinas, como o francês

---

<sup>14</sup> Eucken, W., Die Grundlagen der Nationalökonomie apud MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997, p. 29.

<sup>15</sup> A coordenação pelo próprio mercado possui grande conteúdo econômico, sendo importante neste trabalho somente a indicação da sua existência.

<sup>16</sup> Nesse mesmo sentido Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques afirmam que não existe, “quer na literatura jurídica, quer na literatura econômica, uma definição uniforme do que se deve entender por regulação”, in *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 15.

e o português, pode adquirir conotações diversas, em virtude da diferenciação dos verbos *regler/reglementer*, de um lado, e *regular/regulamentar*, de outro. *Regulation* pode gerar a tradução para o verbo regular ou para o verbo regulamentar.”<sup>17</sup> A autora ressalta, ainda, que *regulation* não significa a edição de regulamentos, pois essa atividade é expressa pelo termo *rulemaking*. Parece ser mais adequado esse o significado para o termo regulamentação, o qual está compreendido no conceito de regulação<sup>18</sup>.

Com relação às diferenças entre os termos regulação e regulamentação, Gustavo José Marrone de Castro Sampaio esclarece:

Deste modo, a regulação pode ser entendida, dentro deste processo evolutivo de atenção do Estado na economia, como uma função administrativa, que não decorre necessariamente do poder político, mas sim da abertura, pela lei (princípio da legalidade), de um espaço decisório sobre conflitos de interesses concorrentes dentro de um setor social. Essas decisões assumem formatos tanto normativos, como executivos e judicantes. [...]

De outro lado, regulamentação pode ser entendida, dentro desse mesmo processo evolutivo, como uma função política exercida para impor regras secundárias, em complemento às normas legais, com o objetivo de explicitá-las e dar-lhes execução, sem que possa criar, modificar ou extinguir direitos subjetivos. Portanto, desde que tenha lastro constitucional, é parte integrante da atividade regulatória.<sup>19</sup>

Dessa forma, a regulamentação é a atividade estatal de criar normas secundárias para especificar o disposto nas normas legais. Ela está contida no conceito maior de regulação.

No sistema jurídico<sup>20</sup>, o primeiro elemento para a caracterização da regulação é o fato de que ela é uma atividade estatal, ou seja, a regulação compreende um conjunto de atos

<sup>17</sup> MEDAUAR, Odete. *Op. cit.*, p. 124.

<sup>18</sup> Odete Medauar informa que há dois posicionamentos para a definição do termo regulamentação: “Ao se cogitar do aspecto estritamente normativo, para quem entende que regulamentar ou editar regulamentos significa só explicitar a lei, os sentidos (*entre regulação e regulamentação*) mostram-se diversos; regulamentar teria sentido mais restrito que regular. Para quem aceita a possibilidade de haver regulamentos destinados, não apenas a explicitar a lei, mas a disciplinar matérias não privativas de lei, haveria identidade de termos, sob o estrito ângulo normativo.” In EDAUAR, Odete. *Op. cit.*, p. 124 e 125.

<sup>19</sup> SAMPAIO, Gustavo José Marrone de Castro. *O Estado Regulador*. Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2007, p. 37.

<sup>20</sup> Sobre o conceito de regulação em outros sistemas, Otavio Yazbek adverte o seguinte: “Assim, “regulação” também pode designar, conforme o contexto, uma forma de controle extra-estatal, a partir de mecanismos de mercado ou por meio de controles sociais. Conforme Crozier (1989, p. 109), nas ciências sociais, aquela expressão designa a ação dos mecanismos corretores que mantêm um sistema em funcionamento e que podem tanto ser de ordem estatal, quanto extra-estatal etc.”, *Op. cit.*, p. 178.

emanados pelo Estado. Nesse sentido Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi, afirmam que “a regulação, por definição, é uma modalidade de intervenção estatal.”<sup>21</sup>

Seguindo essa linha de raciocínio, Otavio Yazbek formula o seu conceito de regulação:

Assim, a expressão regulação engloba atividades estatais que vão da criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores. O regulador exerce um poder normativo, um poder executivo e um poder “parajudicial”.<sup>22</sup>

O professor Calixto Salomão Filho, em sua obra *Regulação da Atividade Econômica – Princípios e Fundamentos Jurídicos*<sup>23</sup> atribui à regulação um conceito mais amplo:

Engloba toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através do serviço público ou o exercício do poder de polícia. [...] Na verdade, o Estado está ordenando ou regulando a atividade econômica tanto quando concede ao particular a prestação de serviços públicos e regula sua utilização – impondo preços, quantidade produzida etc. – como quando edita regras no exercício do poder de polícia administrativa.<sup>24</sup>

Para Maria Mercè Darnaculleta i Gardella o termo regulação, na perspectiva do Direito Administrativo, “se identifica com a atividade de intervenção administrativa encaminhada a garantir a ordem pública ou a seguridade dos cidadãos, mediante instrumentos autoritários ou técnicas de polícia – regramentos, inspeções, autorizações e sanções administrativas.”<sup>25</sup>

<sup>21</sup> PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, 4a impressão, p. 458

<sup>22</sup> YAZBEK, Otavio. *Op. cit.*, p. 180.

<sup>23</sup> Calixto Salomão Filho adverte que a acepção por ele adotada na referida obra é ampla, pois ele objetivou estudar as concepções de regulação que tem influenciado o sistema brasileiro, mormente em decorrência de dois principais motivos, quais sejam: (i) a teoria da regulação, quando bem aplicada, pode representar a contribuição mais útil de um Estado que decide retirar-se da intervenção econômica direta para sua função de organizador das relações sociais e econômicas e que, por outro lado, reconhece ser, para tanto, insuficiente o mero e passivo exercício de um poder de polícia sobre os mercados; e (ii) a influência da teoria econômica da regulação de origem marcadamente norte-americana tem tido sobre a formulação do modelo brasileiro de organização dos setores privatizados.

<sup>24</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica – Princípios e Fundamentos Jurídicos*. São Paulo: Malheiros Editores, 2008, 2ª Ed., p. 21.

<sup>25</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 35. Texto original: “[...] se identifica con la actividad de intervención administrativa encaminhada a garantizar el orden público o la seguridad de los ciudadanos, mediante instrumentos autoritarios o técnicas de policía – reglamentos, inspecciones, autorizaciones y sanciones administrativas.”

Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques<sup>26</sup>, por sua vez, afirmam que o termo regulação pode ser utilizado como “o emprego dos instrumentos legais necessários à implementação de objetivos de política econômica ou social”. De maneira mais específica, os autores asseveram que:

A regulação de determinado mercado compreende as atividades de elaboração das 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.<sup>27</sup>

Para Odete Medauar a “regulação, no atual contexto, abrange: a edição de normas; a fiscalização do seu cumprimento; a atribuição de habilitações (p. ex: autorização, permissão, concessão); a imposição de sanções; a mediação de conflitos (para preveni-los ou resolvê-los, utilizando variadas técnicas, por exemplo: consulta pública; audiência pública; celebração de compromisso de cessação e compromisso de ajustamento).”<sup>28</sup>

Já para Rachel Sztajn a “regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência da administração indireta, visando a fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica.”<sup>29</sup>

Para Vital Moreira<sup>30</sup> há duas ideias que se ligam ao conceito etimológico de regulação: o estabelecimento e implementação de regras e o restabelecimento do funcionamento equilibrado de um sistema. Assim, para o autor o conceito “operacional de regulação econômica” seria:

---

<sup>26</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 15. Conforme referência existente no texto, esse conceito é inspirado no conceito formulado por JOHAN DEN HERTOOG, “General Theories of Regulation”. In: BOUDEWIJN BOUCKAERT, GERRIT DE GEEST (eds.). *Encyclopedia of Law and Economics*, v. 3. Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2001, p. 223.

<sup>27</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 16.

<sup>28</sup> MEDAUAR, Odete. *Op. cit.*, p. 127.

<sup>29</sup> SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 135. São Paulo: Editora Malheiros, julho-setembro/2004, p. 137.

<sup>30</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 34.

[...] o estabelecimento e a implementação de regras para a atividade económica destinadas a garantir o seu funcionamento equilibrado, de acordo com determinados objectivos públicos.<sup>31</sup>

Vital Moreira<sup>32</sup> ressalta que o conceito de regulação está longe do consenso, sendo que quanto à amplitude do termo há três acepções de regulação, quais sejam:

- (i) Sentido Amplo: toda forma de intervenção do Estado na economia, independente dos seus instrumentos e fins;
- (ii) Sentido Menos Abrangente: é o condicionamento, a coordenação e disciplina da atividade econômica privada, sem que haja a participação direta na atividade econômica; e
- (iii) Sentido Restrito: é somente o condicionamento normativo da atividade econômica privada por ato normativo.

O autor afirma que o segundo sentido é o mais seguido pela doutrina. Portanto, para a maior parte dos autores, a regulação reúne três etapas essenciais, quais sejam: (a) a aprovação das normas pertinentes (leis, regulamentos, códigos de conduta, etc); (b) a implementação concreta das referidas regras (autorizações, licenças, etc.); e (c) a fiscalização do cumprimento e punição das infrações<sup>33</sup>.

No Brasil, o artigo 174, da Constituição Federal de 1.988, é influenciado por esse conceito na medida em que estabelece que o Estado, na qualidade de agente normativo e regulador da atividade econômica, exerce as funções de fiscalização, incentivo e planejamento<sup>34</sup>.

Diante do exposto, é possível afirmar que a regulação é um conjunto de atos emanados pelo Estado que visam limitar a liberdade dos agentes econômicos. Tais atos são: (i) a elaboração de normas legais, (ii) a fiscalização dos agentes econômicos, e (iii) a aplicação dessas normas, que pode resultar em sanção.

---

<sup>31</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 34.

<sup>32</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 35.

<sup>33</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 37.

<sup>34</sup> Constituição Federal de 1988. 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.

## 1.2. Dificuldades da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro – a Incerteza e a Complexidade

Estabelecido o conceito de regulação, surge uma segunda questão: o mercado de valores mobiliários deve ser coordenado exclusivamente pelo Estado através da regulação?

O sistema jurídico funciona como uma estrutura geradora de certezas para a sociedade. Esse elemento está presente no conceito de direito formulado pela doutrina mais balizada, podendo ser citado Eduardo García Máynes:

Direito é uma ordem concreta, instituída pelo homem para a realização de valores coletivos, cujas normas – integrantes de um sistema que regula a conduta de maneira bilateral, externa e coercível – são normalmente cumpridas pelos particulares e, em caso de inobservância, aplicadas ou impostas pelos órgãos do poder público.<sup>35</sup>

Nesse sentido, o sistema jurídico - cuja principal fonte, em nosso ordenamento, é a lei - estabelece as normas que os homens devem seguir. Havendo um litígio, qualquer dos envolvidos poderá requerer a um juiz que decida o conflito com base nessas normas. Ou seja, diante da incerteza que poderia afetar a manutenção do Estado e da sociedade, cumpre ao sistema jurídico, com base em um procedimento próprio, dizer o que é o certo. Essa estrutura foi capaz de reduzir a complexidade da realidade e fomentar o desenvolvimento social e econômico nos últimos séculos<sup>36</sup>.

Entretanto, a evolução da ciência na pós-modernidade<sup>37</sup> trouxe um elemento fundamental capaz de abalar essa estrutura, a de que não existe identificação entre a ciência e

---

<sup>35</sup> MÁYNES, Eduardo García. *Filosofía Del Derecho*. México D. F.: Editorial Porrúa, 2009, p. 135. Texto original: “Derecho es un orden concreto, instituido por el hombre para la realización de valores colectivos, cuyas normas – integrantes de un sistema que regula la conducta de manera bilateral, externa y coercible – son normalmente cumplidas por los particulares y, en caso de inobservancia, aplicadas o impuestas por los órganos del poder público.”

<sup>36</sup> Uma característica marcante desse sistema é o determinismo, cujo fundamento é causalidade mecânica, segundo John Lukacs. Para ele causalidade mecânica significa três coisas: (i) as mesmas coisas devem – sempre e em toda parte – ter os mesmos efeitos; (ii) que deve haver uma equivalência entre a força da causa e a de seu efeito; e (iii) a causa deve sempre preceder seu efeito. O Determinismo é uma das características marcantes da Era Moderna. In *O fim de uma era*; tradução de Vera Ribeiro. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 2005, p. 110.

<sup>37</sup> De acordo com o historiador John Lukacs o termo “pós-moderno” surgiu no último quarto do século XX em resposta ao fim da Era Moderna. Para ele, [...] por trás do emprego da categoria ‘pós-moderno’ podemos identificar o reconhecimento, incômodo e muito atrasado, de que categorias fixas como o Objetivismo, Cientificismo, Realismo e Naturalismo são hoje obsoletas – pertencem a um mundo

a certeza. Ou seja, o mundo real é altamente complexo, não sendo possível reduzir a complexidade a situações simplificadas e idealizadas. Tal fato foi afirmado pelo Prêmio Nobel de Química (1977) Ilya Prigogine, em sua obra “O Fim das Certezas”:

A questão do tempo e do determinismo não se limita às ciências, mas está no centro do pensamento ocidental desde a origem do que chamamos de racionalidade e que situamos na época pré-socrática. Como conceber a criatividade humana ou como pensar a ética num mundo determinista? Esta questão traduz uma tensão profunda no interior de nossa tradição, que se pretende, ao mesmo tempo, promotora de um saber objetivo e afirmação do ideal humanista de responsabilidade e de liberdade. A democracia e as ciências modernas são ambas herdeiras da mesma história, mas essa história levaria a uma contradição se as ciências fizessem triunfar uma concepção determinista da natureza, ao passo que a democracia encarna o ideal de uma sociedade livre. Consideramo-nos estrangeiros à natureza implica num dualismo estranho à aventura das ciências, bem como à paixão de inteligibilidade própria do mundo ocidental. Esta paixão consiste, segundo Richard Tarnas, em “reencontrar sua unidade com as raízes de seu ser”. Pensamos situar-nos hoje num ponto crucial dessa aventura, no ponto de partida de uma nova racionalidade que não mais identifica ciência e certeza, probabilidade e ignorância.<sup>38</sup>

Dessa forma, a ciência coloca o homem diante da complexidade e da incerteza do mundo real, sem ter como pretensão limitar a compreensão da realidade a situações simplificadas. Portanto, a ciência contemporânea permite ao homem o desenvolvimento da sua criatividade como expressão singular de um traço fundamental comum a todos os níveis da natureza<sup>39</sup>.

No campo das ciências sociais, por sua vez, verifica-se um aumento expressivo da complexidade e da incerteza da realidade social contemporânea. As causas desse fenômeno são inúmeras, sendo possível apontar o desenvolvimento dos mercados e de novas tecnologias (principalmente nas áreas de telecomunicações e informática), a globalização, etc. Essa evolução afetou os negócios jurídicos, conforme aponta Roberto Senise Lisboa:

A multiplicidade e a complexidade dos negócios tornou-se evidente. No início do século XIX, os contratos de adesão; na segunda parte do século XX, o comércio eletrônico. A contratação de massa era local, tornou-se transnacional. Não são apenas as partes que descumprem os contratos. Tais efeitos de crises setoriais e nacionais também fazem com que as pessoas deixem de honrar com as obrigações pactuadas, resultado de uma

---

burguês e a sua era. [...] O ‘pós-modernismo’ é anti-racionalista ou antipositivista.” *Op. cit.*, p. 43 e 44.

<sup>38</sup> PRIGOGINE, Ilya. *O Fim das Certezas*; tradução Roberto Leal Ferreira. São Paulo: Editora da Universidade Estadual Paulista, 1996, p. 14.

<sup>39</sup> PRIGOGINE, Ilya. *Op. cit.*, p. 14.

onerosidade excessiva indesejada. [...] Tempos de hipercomplexidade negocial... e de incertezas (sic).<sup>40</sup>

Portanto, a incerteza e a complexidade são características inexoráveis do mundo real e das relações jurídicas decorrentes dessa realidade. A complexidade, segundo Maria Mercè Darnaculleta i Gardella<sup>41</sup>, se apresenta de duas formas:

(i) Complexidade Técnica – a realização de muitas atividades na atualidade requer um elevado nível de especialização com o domínio de conhecimentos técnicos e científicos. Esse processo resulta em uma progressiva diferenciação funcional e o conseqüente surgimento de numerosos subsistemas sociais organizados e especializados, que possuem linguagem e racionalidade própria, bem como o domínio das informações. O Estado não possui controle sobre esses subsistemas que são cada vez mais opacos e encapsulados em sua própria autorreferência. Na realidade, muitas vezes tais subsistemas sociais são praticamente imunes a qualquer atuação estatal que pretenda incidir sobre o comportamento de seus membros devido às características já citadas; e

(ii) Complexidade da Estrutura Social – atualmente, as demandas da sociedade que o Estado deve atuar são amplas e diversas, resultado da própria complexidade da estrutura social. São muitos e diversos os âmbitos em que se exige a atuação do Estado, por exemplo: economia (incluindo, o mercado de valores mobiliários), cultura, indústria, meio ambiente, saúde, educação, transporte, obras públicas etc. Em todos esses setores, deverá o Estado fazer frente às demandas organizadas de grupos sociais que, por sua vez, representam interesses diversos. O Estado (apesar de manter o monopólio jurídico do poder) está perdendo a capacidade de incidir efetivamente nas relações sociais, sendo o impacto da regulação cada vez menor.

Já a incerteza, para Alexandre Assaf Neto, está ligada a ideia de futuro, uma vez que as decisões tomadas no âmbito do mercado de valores mobiliários não são feitas em um ambiente de total certeza. Segundo ele:

---

<sup>40</sup> LISBOA, Roberto Senise. *Da Confiança como Valor Fundamental e Princípio Geral do Negócio Jurídico*. Tese para concurso de provimento do cargo de Professor Titular do Departamento de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008, p. 6 e 7.

<sup>41</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 49 a 51.

Na prática, as decisões financeiras não são tomadas em ambiente de total certeza com relação a seus resultados. Em verdade, por estarem essas decisões fundamentalmente voltadas para o futuro, é imprescindível que se introduza a variável incerteza como um dos mais significativos aspectos do estudo das operações do mercado financeiro.

Toda vez que a incerteza associada à verificação de determinado evento possa ser quantificada por meio de uma distribuição de probabilidades dos diversos resultados previstos, diz-se que a decisão está sendo tomada sob uma situação de risco. Dessa maneira, o risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultado ou valores.

A idéia de risco, de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda.<sup>42</sup>

Para Frank Knight a incerteza não é passível de quantificação ou completa remoção da realidade. Uma parte, entretanto, é mensurável, sendo que a ela atribuímos o nome de risco (ou seja, o risco é uma incerteza mensurável). Segundo ele:

[...] o termo risco designa a incerteza mensurável e a “incerteza” o risco imensurável. A palavra “risco” é ordinariamente usada de forma solta para referir a qualquer espécie de incerteza observada a partir do ponto de vista de uma contingência desfavorável, e o termo incerteza de forma similar com referência a um resultado favorável; nós falamos do "risco" de uma perda e da "incerteza" de um ganho.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Editora Atlas, 2010, p. 218.

<sup>43</sup> KNIGHT, Frank H. *Risk, Uncertainty and Profit* apud REGO, Anna Lygia Costa. *Aspectos Jurídicos da Confiança do Investidor Estrangeiro no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010, p. 05. Texto original: “[...] the term risk designates measurable uncertainty and ‘uncertainty’, the unmeasurable risk. The word ‘risk’ is ordinarily used in a loose way to refer any sort of uncertainty viewed from the standpoint of the unfavorable contingency, and the term uncertainty similarly with reference to the favorable outcome; we speak of the ‘risk’ of a loss and the ‘uncertainty’ of a gain”. O autor continua sua explicação sobre incerteza e risco: “We can also employ the terms ‘objective’ and ‘subjective’ probability to designate the risk and uncertainty respectively, as these expressions are already in general use with a signification akin to that proposed. The practical differences between the two categories, risk and uncertain, is that in the former the distribution of the outcome in a group of instances is know (either through calculation a priori or from statistics of past experience), while in the case of uncertainty this is not true, the reason being in general that it is impossible to form a group of instances, because the situation dealt with is in a high degree unique. The best example of uncertainty is in connection with the exercise of judgment or the formation of those opinions as to the future course of events, which opinions (and not scientific knowledge) actually guide most of our conduct. Now if the distribution of the different possible outcomes in a group of instances is know, it is possible to get rid any real uncertainty by the expedient of grouping or ‘consolidating’ instances.”

Observa-se, portanto, que são características do mercado de capitais a incerteza, mensurável (denominada como risco) e imensurável, e a complexidade. Inclusive, a expectativa de retorno dos agentes econômicos é representada em estrita relação com o risco, sendo que quanto maior for o risco maior deverá ser o retorno esperado pelo investidor.

Diante do exposto, é forçoso questionar: a regulação estatal pode estabelecer o que é certo para uma realidade complexa e incerta? Em questões cotidianas (muitas das quais reguladas em nosso ordenamento pelo Código Civil) essa questão pode parecer de menor importância, pois a solução do litígio é facilmente atingida com a aplicação do disposto em lei. Entretanto, a complexidade existente na sociedade pós-moderna, aliada a incerteza, pode gerar inúmeras situações de dificuldades na resolução de conflitos, sendo que nessas hipóteses nem sempre haverá apenas uma resposta possível<sup>44</sup>.

O professor catedrático da Universidade de Barcelona, José Esteve Pardo, ressalta as dificuldades do sistema jurídico ante essa nova era de incertezas:

O sistema jurídico se configura, então, como uma potente máquina geradora de certezas nas quais se apóia e alimenta o espetacular desenvolvimento econômico e industrial do Ocidente.

Mas essa certeza, essa segurança jurídica, que é um elemento estrutural de nosso sistema jurídico e, possivelmente, seu principal patrimônio e a contribuição mais preciosa que dele se espera, se vê agora pressionada e comovida pela expansão da incerteza que traz consigo a pós-modernidade, a segunda modernidade, a modernidade líquida ou como se queira chamar. A incerteza, a complexidade, se gera e se expande extramuros do direito, mas acaba por tender-lhe um estreito cerco e, abrindo brechas, introduzir-se nele. Assistimos, então, a genuínos processos de desconstrução característicos da pós-modernidade, que estão afetando a estruturas e peças básicas do direito.

Um combate silencioso, mas sem trégua é o que está travando o direito frente à incerteza. O direito pretende impor seu domínio e seu sistema de certezas, mas acusa as acometidas de uma incerteza e complexidade que com freqüência o desborda. Se trata de um combate crucial que não somente afeta a evolução de um sistema jurídico com claros sintomas de crise, mas que também se estende aos espaços de onde majoritariamente se gera uma incerteza que será percebida, tratada e resolvida em seu caso, por outros modos, nos quais a política e o direito também deixarão sua marca.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> Por exemplo, como resolver conflitos que envolvam elevado conteúdo ético? Conflitos dessa natureza se estendem de campos como o do biodireito ao mercado de valores mobiliários, representando um desafio para o direito contemporâneo.

<sup>45</sup> PARDO, José Esteves. *El Desconcierto del Leviatán. Política y Derecho ante las Incertidumbres de la Ciencia*. Madrid: Marcial Pons - Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2009, p. 12 e 13. Texto original: “El sistema jurídico se configura entonces como una potente máquina generadora de certidumbres en las que se apoya e alimenta el espectacular desarrollo económico e industrial de Occidente.

Esse paradoxo existente entre o direito (pensado há séculos como sistema gerador de certezas) e a realidade social (cada vez mais complexa e incerta) talvez seja uma das principais questões que deverão ser enfrentadas pelos estudiosos da Ciência do Direito<sup>46</sup>.

Ela também foi observada por Alan Greenspan, quando ocupava o posto de *Chairman* do *Federal Reserve*, concluindo que a regulamentação e supervisão do século XX não são capazes de lidar com realidade atual do mercado:

Os mercados se tornaram demasiado grandes, complexos e rápidos para se sujeitarem aos tipos de regulamentação e de supervisão do século XX. Não admira que esse gigante financeiro globalizado não seja compreendido, na plenitude, nem mesmo pelos mais sofisticados participantes do mercado. Os reguladores do mercado financeiro estão incumbidos de supervisionar um sistema muito mais complexo que o existente quando se elaboraram de início as normas que hoje governam os mercados financeiros. Hoje, a fiscalização dessas transações é feita basicamente por meio da chamada vigilância pela contraparte, exercida por cada participante do mercado. Cada credor, para proteger os acionistas, fica atento às posições de investimento de seus clientes. É até possível que os reguladores ainda finjam exercer supervisão, mas seus recursos são muito menores e continuam em declínio.<sup>47</sup>

---

Pero esa certidumbre, esa seguridad jurídica, que es un elemento estructural de nuestro sistema jurídico y, posiblemente, su principal patrimonio y la aportación más preciada que de él se espera, se ve ahora presionada y conmovida por la expansión de la incertidumbre que trae consigo la postmodernidad, la segunda modernidad, la modernidad líquida o como se la quiera llamar. La incertidumbre, la complejidad, se genera y se expande extramuros del derecho, pero acaba por tenderle un estrecho cerco y, abriendo brechas, introducirse en él. Asistimos entonces a genuinos procesos de desconstrucción, característicos de la post-modernidad, que están afectando a estructuras y piezas básicas del derecho.

Un combate silencioso pero sin tregua es el que está librando el derecho frente a la incertidumbre. El derecho pretende imponer su dominio y su sistema de certezas, pero acusa las acometidas de una incertidumbre y una complejidad que con frecuencia le desborda. Se trata de un combate crucial que no sólo afecta a la evolución de un sistema jurídico con claros síntomas de crisis, sino que también se extiende a los espacios donde mayormente se genera una incertidumbre que será percibida, tratada, y resuelta en su caso, por otros modos en los que la política y el derecho también dejarán su impronta.”

<sup>46</sup> Nesse sentido, em interessante passagem de seu texto, José Esteves Pardo afirma que a “seguridad del Leviatán, y del orden político que a su imagen se desarrolla, ha venido afianzándose en las incuestionables seguridades ganadas por la ciencia, cuyo espectacular progreso en la consecución de nuevas certidumbres continúa hasta bien entrado el siglo XX. Es entonces cuando la vanguardia de la ciencia percibe que el progreso deja de ser lineal, que la complejidad en muchos frentes resulta desbordante, hasta el punto de afirmar que se ha llegado al final de las certidumbres. Por otro lado, la potencia alcanzada por la aplicación técnica de los logros científicos abre a su vez un inquietante frente de incertidumbre en torno a los nuevos riesgos de origen tecnológico. Es así como ese comienza a mostrar su desconcierto ante las incertidumbres que lo envuelven y que provienen también, paradójicamente, de los dominios que se consideraban más firmes e incuestionables: los dominios de la ciencia. Pero la incertidumbre no es algo que sólo se detecta en la ciencia más avanzada, sino que se presenta como un rasgo característico y hasta definitorio de la época en que vivimos.” *Op. cit.*, p. 10.

<sup>47</sup> GREENSPAN, Alan. *Op. cit.*, p. 475.

Para Maria Mercè Darnaculleta i Gardella, apesar de não existir dúvida acerca da soberania jurídica do Estado em âmbito nacional, a atual estrutura social altamente complexa “pone de relieve la falta de concordancia entre su reconocimiento formal y la capacidad real del Estado para imponer sus decisiones.”<sup>48</sup>

Diante desse cenário, conclui-se que o mercado de valores mobiliários não deve ser coordenado exclusivamente pelo Estado através da regulação. Então, qual seria o modelo mais apropriado?

Para Fernão J. Cardim de Carvalho, Francisco E. P. Souza, João Sicsú, Luiz F. R. de Paula e Rogério Studart<sup>49</sup> a adoção da estratégia da autorregulação é praticamente inevitável no sistema financeiro, pois é impossível: (i) “retornar a um sistema de regulação e supervisão mais detalhista” e (ii) “desenhar um sistema de avaliação e compensação de riscos mais simples, que pudesse ser resumido em um conjunto de indicadores, como os coeficientes de capital fixados anteriormente pelos reguladores no Acordo de Basileia”. Portanto, a coordenação pela autorregulação deverá ser adotada em conjunto com a regulação estatal.

Em uma tese de Doutorado recente, defendida na Universidade de São Paulo, Gustavo Mathias Alves Pinto afirma que:

A autorregulação como estratégia regulatória ganhou destaque a partir da década de 1980, com os movimentos de desregulação observados no sistema financeiro. Essa transição está relacionada à percepção de que a complexidade crescente da atividade financeira impunha obstáculos significativos à supervisão de vulnerabilidades sistêmicas, o que estimulou a implementação de novos métodos de regulação e supervisão apoiados nos próprios participantes do sistema financeiro, como alternativa à regulação estatal.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 39. Em outra passagem do seu texto, a autora aborda a redução da soberania estatal em decorrência da globalização. Segundo ela, “el mantenimiento estatal del monopolio de la adopción de decisiones vinculantes no garantiza, pues, la efectiva incidencia de las decisiones públicas en el desarrollo de subsistemas sociales globalizados.” (p. 43 e 44). Um exemplo disso decorre da integração dos mercados de valores mobiliários, que pode acarretar na ineficácia da tomada de decisões estatais, caso não haja uma coordenação no nível mundial. No âmbito desse mercado, a *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* realiza esse trabalho de coordenação, havendo inúmeros casos, dentre os quais, o de repressão às práticas de *insider trading* noticiadas no documento intitulado *The MMoU: Ten years of Enhancing Cross-border Enforcement Cooperation*, disponível em <<http://www.iosco.org>>.

<sup>49</sup> CARVALHO, Fernão J. Cardim de; SOUZA, Francisco E. P.; SICSÚ, João; PAULA, Luiz F. R. de e STUDART, Rogério. *Economia Monetária e Financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Campus, 2001, p. 328.

<sup>50</sup> PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2011, p. 272.

Segundo Maria Mercè Darnaculleta i Gardella, o Estado, apesar de manter o monopólio jurídico, está perdendo a sua capacidade para penetrar efetivamente nas relações sociais. O impacto da regulação estatal é cada vez menor (apesar da sua proliferação quantitativa nos últimos anos) e isso ocorre devido a uma perda de controle da realidade que o envolve.<sup>51</sup> Por outro lado, aumenta, em várias economias do mundo, a atuação de organismos autorreguladores que atuam em conjunto com o Estado e com o mercado.

Nesse mesmo sentido, Arnoldo Wald e Nelson Eizirik, na década de 80, já preconizavam que “com efeito, a ampliação do papel do Estado teve, como repercussão necessária, uma transformação do direito administrativo, que deixou de ser, em muitos casos, autoritário para assumir um aspecto negocial e democrático, transformando-se num verdadeiro direito da colaboração e da cooperação entre o Estado e a sociedade civil, esta representada pelos órgãos corporativos ou regionais.”<sup>52</sup>

O modelo mais apropriado foi apresentado por Vital Moreira, segundo o qual “hoje as economias capitalistas são mistas quanto ao modelo de coordenação, na medida em que combinam em doses variáveis a coordenação estadual, a coordenação pelo mercado e a autorregulação por intermédio dos próprios agentes econômicos.”<sup>53</sup> Essas coordenações podem ser caracterizadas da seguinte forma:

a) **Coordenação Estatal**: é o sinônimo de regulação, conceituada neste trabalho como “um conjunto de atos emanados pelo Estado que visam limitar a liberdade dos agentes econômicos. Tais atos são: (i) a elaboração de normas legais, (ii) a fiscalização dos agentes econômicos, e (iii) a aplicação dessas normas que pode resultar em sanção”;

b) **Coordenação pelo Mercado**: é a coordenação realizada pelos agentes econômicos, de maneira difusa, por meio da concorrência. A sanção é a desvantagem econômica; e

c) **Autorregulação por Intermédio dos Agentes Econômicos**: é a coordenação realizada por intermédio dos agentes econômicos organizados em instituições privadas, com

---

<sup>51</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 50.

<sup>52</sup> WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1986, p. 15.

<sup>53</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 32.

poderes estabelecidos por meio de contratos multilaterais ou por norma do Estado. A sanção tem natureza disciplinar.

Portanto, a coordenação do mercado de capitais brasileiro deve ser (e, na realidade, é) realizada por meio dessas três forças, que se interagem e se completam a todo o momento. É inconcebível pensar na coordenação do mercado de valores mobiliários brasileiro de outra forma, dentre elas com base, exclusivamente, na regulação estatal ou na coordenação pelo mercado.

Nesse sentido, Luciana Dias faz menção aos estudos de J. Landa que, após observar a relação dos comerciantes chineses que exercem suas atividades em Java, conclui que “num ambiente de incertezas jurídicas, os grupos de indivíduos que se identifiquem de alguma forma associam-se em espécies de clubes (*clusters*) e tendem a elaborar regras próprias e meios de execução dessas regras [...]”<sup>54</sup>

O objeto deste trabalho é estudar a terceira forma de coordenação do mercado de valores mobiliários brasileiro, realizada por meio da autorregulação. Serão identificados os seus espaços, limites e as formas de sua aplicação. Antes, contudo, cumpre responder qual é o objetivo principal da coordenação dos mercados? Ou melhor, qual é o requisito básico para a existência do mercado de valores mobiliários? Essa resposta será importante para esse trabalho, pois fixado o objetivo principal será possível entender a importância da autorregulação para esse mercado.

### **1.3. A Proteção da Confiança como Requisito Básico para a Existência e Manutenção do Mercado de Valores Mobiliários**

Conforme já demonstrado nos itens anteriores, o mercado de valores mobiliários atual - nele incluindo o brasileiro - possui como características a incerteza (sendo o risco, sua espécie) e a complexidade.

---

<sup>54</sup> DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2005, p. 129. O estudo citado possui o título *A theory of the ethnically homogeneous middleman group: An institutional alternative to contract law*.

A racionalidade dos agentes econômicos, por sua vez, não é capaz de compreender todas as alternativas, independente de sua capacidade ou expertise. Nesse sentido, Otavio Yazbek observa que:

Em uma tentativa de síntese dos resultados dessa revisão, Jolls, Sunstein e Thaler (2000, p. 14 e ss.) falam em três categorias de limitação da racionalidade dos agentes: “racionalidade limitada” (*bounded rationality*), “força de vontade limitada” (*bounded willpower*) e “interesse próprio limitado” (*bounded self-interest*).

Dessas três categorias, a mais famosa é a chamada “racionalidade limitada”, formulada por Simon (1978, p. 356), para quem a racionalidade dos agentes é limitada porque, ao contrário do que ocorre no modelo neoclássico, na vida real não há como conhecer todas as alternativas, havendo incerteza quanto a eventos externos e impossibilidade de cálculo de todas as conseqüências possíveis – “*rationality is bounded when it falls short of omniscience*”. Nesses casos, a conduta dos agentes não é maximizadora, mas sim satisfatória (*satisficing*).<sup>55</sup>

Ou seja, os agentes econômicos não conhecem todas as alternativas. A regulação estatal, por sua vez, é incapaz de gerar certeza para as relações existentes no mercado de valores mobiliários, uma vez que a incerteza e a complexidade são algumas de suas características fundamentais. Diante do exposto, qual deverá ser o requisito básico para a existência e manutenção do mercado de valores mobiliários?

Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques<sup>56</sup> afirmam que a regulação estatal deve promover a confiança dos investidores, consoante o disposto no seguinte trecho:

Nesse sentido, 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

<sup>55</sup> YAZBEK, Otavio. *Op. cit.*, p. 15. Sobre os outros casos de limitação de racionalidade, o autor assevera: “A “força de vontade limitada” diz respeito à inconsistência entre os objetivos de longo prazo dos agentes e as suas práticas concretas. Sua consideração permite questionar as tradicionais assunções sobre a estabilidade e a consistência das preferências individuais. Por fim, o “interesse próprio limitado” se mostra sempre que a conduta humana é delimitada por regras de conduta e por comportamentos éticos (ou mesmo por padrões culturais, como se verá).”

<sup>56</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 20 e 21. Os autores afirmam que o objetivo fundamental mais citado pela doutrina seja a proteção dos investidores: “O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.” Para os autores, a proteção dos investidores promoveria a confiança. Diante disso, parece ser mais lógico elevar a proteção da confiança ao nível de objetivo fundamental da regulação, o que está em consonância com o disposto nesta dissertação.

negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas.

Nesse mesmo sentido, afirmam Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi:

Esse princípio, em tese, pode ser aplicado ao mercado financeiro, no qual o bem jurídico a ser protegido, em última instância, é a confiança do público poupador nas instituições; a fidúcia dos agentes econômicos na sua moeda e a certeza jurídica na execução de títulos de crédito, na eventualidade de inadimplência, são fatores que a ele se agregam. Ainda que não exista, também, um mercado para confiança ou certeza jurídica, é claro que estes são bens difusos que devem ser protegidos pelas instituições do mercado financeiro.<sup>57</sup>

A confiança (termo de inúmeros sentidos<sup>58</sup>) pode ser conceituada como a crença de que algo não falhará, que é bem-feito ou forte o suficiente para cumprir a sua missão<sup>59</sup>.

A confiança pressupõe segurança, real ou sentida, que se tem a respeito de algo. Aquele que confia no mercado de valores mobiliários (e na sua coordenação) estará mais disposto a assumir os riscos a ele inerentes, mesmo com toda a incerteza e complexidade existente. Portanto, a proteção da confiança se apresenta como o requisito básico para a existência e manutenção do mercado de valores mobiliários, devendo ser o principal objetivo da coordenação estatal e da autorregulação. Nesse sentido, Roberto Senise Lisboa disserta:

Em tempos de incerteza negocial, gerada por fatores imputáveis às partes ou, pior: às crises econômicas, supressão de mercados, transferência desmedida de investidores; cabe uma reflexão que não pode ficar restrita à psicologia ou à sociologia econômica, devendo se prestar ao pensamento jurídico: *até que ponto, em uma sociedade cuja hipercomplexidade é incontrolável, o negócio jurídico torna-se seguro?* Desponta, então, uma solução que vem sendo construída pelas demais ciências sociais aplicadas: é possível restaurar um *ethos* de confiança como valor, aplicando-o efetivamente como princípio jurídico.<sup>60</sup>

E conclui:

<sup>57</sup> PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo. *Op. cit.*, p. 458

<sup>58</sup> Para Anna Lygia Costa Rego a definição de confiança nem sempre envolve aspectos técnicos, tampouco homogêneos. Ademais, o conceito de confiança envolve múltiplas disciplinas, sendo impossível a um conceito jurídico-econômico esgotar o seu sentido. *Op. cit.*, p. 8.

<sup>59</sup> Dicionário HOUAISS da Língua Portuguesa. Rio de Janeiro: Objetiva, 2009, 1ª edição, p. 519.

<sup>60</sup> LISBOA, Roberto Senise. *Op. cit.*, p. 6.

A confiança tornou-se expressão política dos regimes atuais. Busca-se o *ethos* da confiança, a fim de que a pessoa se livre da obsessão de segurança absoluta já que confiar no outro pressupõe um mínimo de riscos. É indispensável, pois, uma segurança proporcional decorrente do sistema jurídico existente e de políticas governamentais que obtenham êxito em atingir referido objetivo, incrementando-se adequadamente as atividades produtivas e de consumo.<sup>61</sup>

Portanto, diante da incerteza e complexidade do mercado de valores mobiliários atual, a confiança deve ser protegida. Isso porque, a confiança reduz a complexidade do mercado para o agente econômico, pelos motivos delineados por Niklas Luhman<sup>62</sup>:

A questão da complexidade define o problema fundamental, a partir do qual a confiança pode ser analisada funcionalmente e comparada com outros mecanismos sociais, funcionalmente equivalentes. Onde há confiança há aumento de possibilidades para a experiência e a ação, há possibilidade do aumento da complexidade do sistema social; e também há um aumento do número de possibilidades que podem reconciliar-se com sua estrutura, porque a confiança constrói uma forma mais efetiva de redução da complexidade.

Para Luhmann, a confiança é uma forma eficaz de redução da complexidade à medida que permite aos agentes econômicos a superação da falta de informação disponível e a tomada de decisões em curtos espaços de tempo<sup>63</sup>. Assim, a confiança faz com que cada agente econômico dispense parte da sua própria segurança para conseguir algo. Há uma expectativa na conduta ética do outro agente envolvido e, assim, é possível a existência de negócios jurídicos.

Assim, a confiança atua como um mecanismo de redução temporal da complexidade e permite oferecer segurança quanto às decisões dirigidas ao futuro (sem que essa segurança signifique uma garantia absoluta)<sup>64</sup>. A confiança tem o condão de diminuir os custos de transação e, portanto, facilitar as transações, conforme alerta Robert D. Putman:

Quando cada um de nós puder relaxar um pouco a guarda, o que os economistas denominam "custos de transação" - os custos dos negócios cotidianos da vida, bem como os custos de transações comerciais - serão reduzidos. Isso ocorre sem dúvida porque, como os economistas descobriram

<sup>61</sup> LISBOA, Roberto Senise. *Op. cit.*, p. 8.

<sup>62</sup> LUHMANN, Niklas. *Confianza*. Barcelona: Anthropos Editorial, 2005, p. 14.

<sup>63</sup> REGO, Anna Lygia Costa. *Op. cit.*, p. 116.

<sup>64</sup> PODESTÁ, Fábio Henrique. *O Princípio da Confiança na Teoria Contratual*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2007, p. 26.

recentemente, as comunidades de confiança, sendo outras características iguais, tem uma vantagem econômica mensurável. [...] Uma sociedade que se baseia em reciprocidade generalizada é mais eficiente que uma sociedade desconfiada, pela mesma razão que o dinheiro é mais eficiente do que escambo. Honestidade e confiança lubrificam os atritos inevitáveis da vida social.<sup>65</sup>

Nesse mesmo sentido, Anna Lygia Costa Rego afirma que a ausência de confiança torna o mercado mais complexo, aumentando assim os custos de transação<sup>66</sup>:

Um ambiente econômico em que há ausência de confiança entre os agentes torna-se mais complexo, e, por consequência, os custos de transação, os riscos e a incerteza a ele inerentes podem se tornar sobremaneira elevados.

Por vezes, tais custos tornam-se tão altos que não incentivo nem mesmo para que as trocas econômicas se realizem. Em outras palavras, não se fecha negócio.<sup>67</sup>

Nesse sentido, o Prêmio Nobel de Economia (1975) Kenneth Arrow<sup>68</sup> afirma a importância da confiança para a economia:

---

<sup>65</sup> PUTMAN, Robert D., Bowling Alone apud REGO, Anna Lygia Costa. *Op. cit.*, p. 112. Texto original completo: “When each of us can relax her guard a little, what economists term ‘transactions costs’ – the costs of everyday business of life, as well as the costs of commercial transactions – are reduced. This is no doubt why, as economists have recently discovered, trusting communities, other things being equal, have a measurable economic advantage. The almost imperceptible background stress of daily ‘transaction costs’ – from worrying about whether you got back the right change from the clerk to double-checking that you locked the car door – may also help to explain why students of public health find that life expectancy itself is enhanced in more trustful communities. A society that relies on generalized reciprocity is more efficient than a distrustful society, for the same reason that money is more efficient than barter. Honesty and trust lubricate the inevitable frictions of social life.”

<sup>66</sup> A autora apresenta a crise financeira de 2008 como um exemplo de aumento da complexidade (e, portanto, dos custos de transação) decorrentes do abalo na confiança dos investidores: “A crise financeira internacional eclodida em 2008 (“Crise de 2008”), por exemplo, caracterizou-se por uma repentina escassez de crédito no mercado imobiliário americano, e teve como uma de suas origens a subestimação do risco de determinados produtos financeiros. Os investidores, erroneamente, acreditaram no valor e risco atribuídos a estes ativos, bem como na probidade e solidez de atuação dos agentes financeiros. A desconfiança quanto à realização de novos financiamentos, à colocação de determinados papéis do mercado e à manutenção dos níveis de crescimento e emprego instalou-se em praticamente todos os mercados do mundo. A Crise de 2008 funciona como um laboratório para observar o efeito da confiança. A regulação e as medidas que se seguiram à Crise visaram justamente a restaurar a confiança no sistema financeiro, mediante regras mais sofisticadas e vultuosos aportes de recursos.” *Op. cit.*, p. 2.

<sup>67</sup> REGO, Anna Lygia Costa. *Op. cit.*, p. 5.

<sup>68</sup> O texto original é o seguinte: “Virtually every commercial transaction has within itself an element of trust, certainly any transaction conducted over a period of time. It can be plausibly argued that much of the economic backwardness in the world can be explained by the lack of mutual confidence.” In CASADESUS-MASANELL, Ramon e SPULBER, Daniel F. *Trust and Incentives in Agency*. Disponível em: <<http://www-bcf.usc.edu/~idjlaw/PDF/15-1/15-1%20Casadesus-Masanell+Spulber.pdf>>, p. 48.

Praticamente toda transação comercial tem em dentro de si um elemento de confiança, certamente (*o terá*) qualquer transação realizada durante um período de tempo. Pode ser plausivelmente argumentado que muito do atraso econômico no mundo pode ser explicado pela falta de confiança mútua.

Para Anna Lygia Costa Rego<sup>69</sup> “[...] na sabedoria popular o segredo talvez seja a alma do negócio, mas a confiança é, sem dúvida, a espinha dorsal das transações econômicas. Em síntese, sem confiança mútua não se negocia<sup>70</sup>”.

Diante do exposto, conclui-se que o mercado de valores mobiliários é um sistema estruturado na confiança existente entre os agentes econômicos. Sem confiança não é possível manter esse sistema. Portanto, a coordenação do mercado de valores mobiliários deverá proteger a confiança dos agentes econômicos.

Nesse sentido, a autorregulação exerce um importante papel na manutenção da confiança, pois possui algumas vantagens em relação à regulação, dentre as quais: (i) maior legitimidade, tendo em vista que ela é derivada dos próprios agentes econômicos, sendo menos litigiosa a sua observância; (ii) maior expertise para enfrentar a complexidade do sistema; (iii) maior flexibilidade e maior facilidade de adequação às mudanças de circunstâncias; e outras que serão demonstradas oportunamente.

Assim, a coordenação realizada pela autorregulação em conjunto com a regulação e com a coordenação realizada pelo próprio mercado é um sistema eficaz para proteger a confiança dos agentes econômicos e, portanto, manter o mercado de valores mobiliários. Passaremos, então, à verificação do conceito de autorregulação, bem como os seus espaços e limites dentro da coordenação do mercado. Antes, contudo, iremos verificar a recente evolução do mercado de capitais brasileiro, que criou as bases para o atual estágio da autorregulação.

---

<sup>69</sup> REGO, Anna Lygia Costa. *Op. cit.*, p. 1.

<sup>70</sup> LISBOA, Roberto Senise. *Op. cit.*, p. 1.

## 2. A RECENTE EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A economia brasileira apresentou um fraco desempenho nas décadas de 80 e 90 se comparadas com as décadas anteriores. Segundo Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi e Maurício Mesquita Moreira, “por diversas décadas, o Brasil foi uma das economias de crescimento mais rápido do mundo. No período que vai de 1950 a 1980, a taxa de crescimento anual caiu abaixo de 4% em apenas quatro ocasiões e o PIB não mostrou qualquer declínio em termos absolutos.”<sup>71</sup>

A década de 80, por seu turno, é conhecida como a “década perdida”, pois devido à hiperinflação e uma série de políticas econômicas desastrosas, houve recrudescimento da renda per capita e pequeno crescimento do PIB.<sup>72</sup> Sobre o mercado de capitais brasileiro, o professor Arnaldo Wald em 1.988 relatou que:

Assim, basta lembrar que, embora sendo a oitava economia do mundo ocidental, o Brasil tem um valor de capitalização de mercado na ordem de 25 bilhões de dólares, quando os Estados Unidos chegam a cerca de dois trilhões e meio. Na realidade, em valores absolutos, o mercado de capitais brasileiro se coloca numa posição em que é um centésimo do mercado norte-americano, quase a metade do da Bélgica, tendo uma posição inferior à da Malásia e da Dinamarca. Na proporção entre capitalização de Bolsa e PNB, o Brasil está numa posição parecida com a da Jordânia.<sup>73</sup>

Na década de 90, houve uma pequena melhora nesse cenário, o que não foi capaz de tornar o seu desempenho satisfatório. O mercado de valores mobiliários, nesse período, foi marcado pelo enxugamento de liquidez, com queda nos volumes negociados, grande número de fechamentos de capital e poucas ofertas públicas de ações<sup>74</sup>. Entre 1.995 e 2.000, aconteceram somente 8 (oito) ofertas públicas iniciais de ações, todas elas com listagem simultânea na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). Tal fato ocorria, nas palavras de

---

<sup>71</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. O Brasil na Década de 90: uma transição bem-sucedida? *Textos para Discussão do BNDES*, nº 91. Rio de Janeiro: BNDES, novembro de 2001, p. 7.

<sup>72</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. *Op. cit.*, p. 7.

<sup>73</sup> WALD, Arnaldo. O Mercado de Capitais no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, julho-setembro/1988, p. 47.

<sup>74</sup> SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, volume 41. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, jul.-set./2008, p. 56.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana e Juliana Paiva Guimarães, pois para que houvesse sucesso na oferta de ações pelas companhias brasileiras era preciso “alugar” a credibilidade da jurisdição norte-americana<sup>75</sup>.

A primeira década deste século, entretanto, foi marcada por um forte crescimento do volume de operações e dos valores transacionados, com um número recorde de ofertas públicas iniciais de ações em 2.007 (foram 64 ofertas públicas iniciais de ações, que somaram o montante de cerca de R\$55 bilhões). Mas, o que causou essa mudança em tão pouco tempo? Passaremos, então, a verificar essa evolução histórica recente dos acontecimentos jurídicos e econômicos ocorridos nesse período.

## 2.1. Reformas Macroeconômicas da Década de 90

Na década de 90, podemos destacar 02 (duas) medidas macroeconômicas que tiveram o condão de alterar a economia brasileira e, por consequência, contribuir para o renascimento do mercado de valores mobiliários, quais sejam: (i) a estabilização da economia por meio do Plano Real, e (ii) as reformas que objetivaram reduzir a interferência do Estado na economia, que foram implementadas por meio da liberalização do comércio, desregulamentação<sup>76</sup> e da privatização de importantes companhias estatais.

Essas reformas são ressaltadas por Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi e Maurício Mesquita Moreira como diferenças fundamentais em comparação com a década de 80, que resultaram em uma maior confiança dos agentes econômicos na economia brasileira ao final da década de 90. Asseveram os autores:

Apesar do desempenho semelhante em termos de crescimento do PIB, há pelo menos três diferenças importantes entre os anos 80 (conhecidos como a “década perdida”) e 90. Em primeiro lugar, a década de 80 foi um período de inflação crescente e políticas macroeconômicas caóticas, ao passo que a de 90 foi marcada pelo bem-sucedido programa de estabilização, que reduziu a inflação anual a cifras de apenas um dígito. Em segundo lugar, os anos 80 foram caracterizados por grande, quando não crescente interferência do Estado, enquanto os anos 90 podem ser descritos como a “década de reformas orientadas para o mercado”. Em terceiro lugar, sobretudo em

---

<sup>75</sup> SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. *Op. cit.*, p. 58.

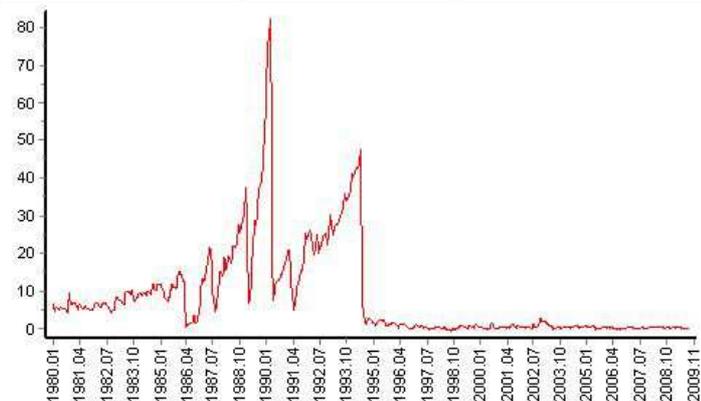
<sup>76</sup> A desregulamentação não tem identidade com o conceito de autorregulação que será proposto neste trabalho. Essa explicação se faz necessária diante de confusões que envolvem o conceito de autorregulação, as quais serão esclarecidas quando da explicação do seu conceito.

consequência dos dois fatores acima mencionados, os anos 80 terminaram em tom de desesperança, sem um diagnóstico claro ou consensual sobre a razão da crise e com o país rondando a hiperinflação; no final dos anos 90, no entanto, havia sinais de uma retomada da trajetória de crescimento sustentável, dessa vez no contexto da estabilidade de preços.<sup>77</sup>

O Plano Real, lançado em 2.003 no governo do Presidente Itamar Franco, promoveu a estabilização econômica com a drástica redução da inflação. Ele foi concebido como um programa a ser realizado em 03 (três) fases, quais sejam: a primeira almejava promover um ajuste que levasse ao estabelecimento do equilíbrio das contas do governo, com o objetivo de eliminar os seus elevados gastos, que eram considerados a principal causa da inflação brasileira; a segunda fase visava a criação de um padrão estável de valor denominado Unidade Real de Valor – URV; e a terceira concedia poder liberatório à unidade de conta e estabelecia as regras de emissão e lastreamento da nova moeda (real) de forma a garantir a sua estabilidade.<sup>78</sup>

O principal objetivo do Plano Real era conter a inflação e a causa principal da inflação identificada era o excessivo gasto público. Apesar da piora nas finanças públicas<sup>79</sup>, o Plano Real logrou êxito em seu objetivo principal de contenção da inflação, conforme podemos observar do gráfico abaixo:

GRÁFICO 01 – Comportamento da Inflação – IPCA – 1980-2009 (%)



Fonte: IPEADATA <<http://www.ipeadata.gov.br>>

<sup>77</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. *Op. cit.*, p. 7.

<sup>78</sup> CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90. *Economia Brasileira Contemporânea (1945 – 2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 – 3ª reimpressão, p. 151.

<sup>79</sup> De acordo com Lavínia Barros de Castro, apesar de ter ocorrido a piora das contas públicas após a implementação do Plano Real, a estabilização ocorreu. Segundo ela, as condições de abundância de liquidez externas, as vantagens da URV em face do congelamento de preços e apoio do governo no Congresso, foram fundamentais para que o Plano Real fosse capaz de controlar a inflação. *Op. cit.*, p. 162.

Com o controle da inflação, foi possível a realização de investimentos de longo prazo por parte dos agentes econômicos, tendo em vista que eles passaram a confiar que seus investimentos teriam maior rentabilidade do que as operações atreladas a taxas inflacionárias. Isso resultou em transformações significativas na estrutura do consumo e da poupança na economia brasileira<sup>80</sup>.

Nesse sentido, houve um crescimento no investimento em valores mobiliários que, por sua natureza, possuíam maior risco em relação aos títulos de renda pré ou pós-fixados, mas que passaram a ser atrativos aos investidores diante da moderada taxa inflacionária. Esse crescimento pode ser verificado pela tabela abaixo:

QUADRO I - Volume Negociado e Capitalização do Mercado de Capitais – 1994-2000

Indicador	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Volume Negociado (US\$ Milhões)	65.814,00	66.212,90	97.759,30	191.077,70	139.974,80	85.514,50	101.734,50
Capitalização a Valor de Mercado (US\$ Bilhões)	189,1	147,6	216,9	255,4	160,9	228,5	225,5

Fonte: Acionista.com <[http://www.acionista.com.br/graficos\\_comparativos/decada\\_real.htm](http://www.acionista.com.br/graficos_comparativos/decada_real.htm)> (Adaptado)

A segunda alteração ocorrida na década 90 foi o conjunto de reformas que objetivou reduzir a interferência do Estado na economia, por meio da liberalização do comércio, a desregulamentação e da privatização de companhias estatais. Tais medidas seguiam uma tendência mundial de questionamento do papel do Estado na economia, conhecido como neoliberalismo.

No final da década de 80, o Brasil era um dos países mais fechados do mundo, sendo que em 1.989 o percentual de produtos importados no consumo doméstico de bens manufaturados chegou a 4,8%, o que era comparado às economias soviéticas<sup>81</sup>. Isso gerou uma série de ineficiências na indústria brasileira, que foram bem relatadas por Maurício Mesquita Moreira e Paulo Guilherme Correa:

Décadas de um regime de incentivo não-seletivo e orientado para dentro (*do país*) levaram a diversificação industrial no Brasil muito além do que seria economicamente viável. Muitos setores foram promovidos ao mesmo tempo,

<sup>80</sup> CVM. *O Plano Real e o Mercado de Valores Mobiliários*. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Arti\\_100.asp](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Arti_100.asp)>

<sup>81</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. *Op. cit.*, p. 9.

apesar das limitações óbvias em termos de tamanho de mercado, tecnologia e capital humano e físico. A excessiva e generalizada proteção também produziu setores lotados e estruturas industriais ineficientes, com a maioria das plantas abaixo da escala mínima eficiente, para não mencionar a falta de incentivo das empresas para reduzir custos e melhorar a qualidade, abrindo o caminho para o x-ineficiências e lucros monopolísticos.<sup>82</sup>

No início da década de 90, por sua vez, o governo eliminou uma série de proteções aos produtos nacionais, incluindo a redução das alíquotas dos impostos de importação e a extinção a barreiras não-tarifárias (dentre as quais, a reserva de informática). Tais medidas resultaram na integração da economia brasileira ao mercado internacional, tendo inúmeras consequências como o acesso dos produtores brasileiros a modernos bens de capital, a modernização tecnológica da indústria nacional e o incremento da produtividade. Esse processo facilitou o ingresso de investimento estrangeiro, ao mesmo tempo que colocou as sociedades brasileiras em melhores condições para penetrar o mercado internacional.<sup>83</sup> Nesse sentido, as importações de bens, com exceção do petróleo, saltaram de US\$11,0 bilhões em 1.987 para US\$49,4 bilhões em 2.000.<sup>84</sup>

A desregulamentação, por sua vez, ocorreu por meio de “uma série de iniciativas para aumentar a competição nos mercados internos, libertando as companhias e os mercados de um grande número de controles administrativos”<sup>85</sup>. Dentre essas medidas, podemos destacar as seguintes:

- (i) Comércio Internacional – fim do monopólio do governo sobre a exportação de café e açúcar, e de importação de trigo;

---

<sup>82</sup> MOREIRA, Maurício Mesquita e CORREA, Paulo Guilherme. A First Look at the Impacts of Trade Liberalization on Brazilian Manufacturing Industry. *World Development*, v.26, n. 10. Washington, DC: Pergamon, october, 2008, p. 1.871. Texto original: “Decades of a non-selective, inward-oriented incentive regime took industrial diversification in Brazil well beyond what would be economically sound. Too many sectors were promoted at the same time, despite the obvious constraints in terms of market size, technology and human and physical capital. Excessive and widespread protection has also produced in most sectors crowded and inefficient industrial structures, with most plants below the minimum efficient scale, not to mention the firms’ lack of incentives to cut costs and improve quality, paving the way for X-inefficiency and monopolistic profits.”

<sup>83</sup> MOREIRA, Maurício Mesquita e CORREA, Paulo Guilherme. *Op. cit.*, p. 1.872. Segundo os autores: “[...] the impact of the trade reform was twofold: it reduced the bias against exports, implicit in the import substitution regime (domestic prices much higher than international prices), and gave producers access to modern capital goods and inputs at international prices. The latter, combined with the process of concentration and specialization, has given firms better conditions to penetrate international markets.”

<sup>84</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. *Op. cit.*, p. 10.

<sup>85</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. *Op. cit.*, p. 14.

- (ii) Investimento Estrangeiro Direto – eliminação de uma série de restrições e burocracias, passando a ser declaratório o registro do investimento estrangeiro direto no Banco Central;
- (iii) Monopólios – eliminação de monopólios, dentre os quais o da Petrobrás, por meio da Lei 9.478/97. Essa norma manteve o monopólio estatal do petróleo, abrindo, porém, as atividades da indústria petrolífera a empresas constituídas sob as leis brasileiras, com sede e administração no País; e
- (iv) Empresas Estrangeiras – eliminação da diferença de tratamento entre empresas nacionais e estrangeiras por meio de Emenda Constituição nº 6, de 1.995, que revogou o artigo 171 da Constituição Federal<sup>86</sup>.

Tais medidas tiveram o condão de tornar o mercado mais competitivo e facilitar o ingresso de capital estrangeiro por meio de investimento direto. Entretanto, cumpre observar a ponderação de Odete Medauar de que a desregulamentação de setores econômicos não acarreta “necessariamente a ausência do Estado nessas atividades”.<sup>87</sup> Sempre haverá regulação do Estado, principalmente em atividades que envolvam serviços públicos que passaram a ser desempenhados por particulares.

Por fim, cumpre verificar o fenômeno das privatizações. Trata-se de um movimento que ocorreu em vários países do mundo, dentre eles o Brasil, cujo objetivo era transferir para o setor privado algumas companhias estatais. Dentre as razões desse fenômeno, Odete Medauar elenca a libertação do Estado dos custos das estatais e a arrecadação de recursos<sup>88</sup>.

O Presidente Collor lançou, em março de 1.990, o Programa Nacional de Desestatização, por meio da Lei 8.031, cujos objetivos fundamentais foram delineados em seu artigo 1º<sup>89</sup>. Dentre esses motivos, destaca-se o disposto na alínea VI do referido dispositivo

---

<sup>86</sup> Há algumas restrições ao exercício de atividades por sociedades estrangeiras ou por sociedades brasileiras que sejam controladas por investidores estrangeiros, as quais estão dispostas no Anexo à Instrução Normativa nº 76/1998 do Departamento Nacional de Registro do Comércio - DNRC.

<sup>87</sup> MEDAUAR, Odete. *Op. cit.*, p. 124.

<sup>88</sup> MEDAUAR, Odete. *Op. cit.*, p. 123.

<sup>89</sup> Os objetivos eram: Art. 1º É instituído o Programa Nacional de Desestatização, com os seguintes objetivos fundamentais:

I - reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público;

II - contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público;

legal: “contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa”.

Ou seja, um dos objetivos fundamentais do programa era o fortalecimento do mercado de capitais, através da transferência do controle das companhias estatais para investidores privados<sup>90</sup>. Isso se explica na medida em que o Estado detinha o controle das principais companhias listadas nas bolsas brasileiras, incluindo as companhias do setor bancário, siderúrgico, telecomunicações, energia, petroquímico, logístico (ferroviário e rodoviário), minerário, dentre outros.

Entretanto, os recursos do Estado não eram suficientes para suportar o volume de investimentos necessários para as atividades dessas companhias, sendo o mercado de valores mobiliários um importante meio para se atingir esses recursos, principalmente aqueles advindos de investidores internacionais.

Nesse sentido, nos Governos dos Presidentes Collor e Itamar Franco foram privatizadas 33 (trinta e três) companhias. O Governo Presidente Fernando Henrique Cardoso seguiu esse modelo, tendo sido privatizadas 80 (oitenta) companhias em seu primeiro mandato (1995-1998). Nesse período, também ocorreu intensa participação dos governos estaduais, notadamente na privatização de companhias de distribuição de eletricidade e bancos estaduais.<sup>91</sup> No segundo mandato do Governo FHC (1.999-2.002), ocorreu a privatização de várias companhias estatais prestadoras de serviços públicos, com ênfase nas áreas de telecomunicações e energia<sup>92</sup>.

O resultado financeiro dessas operações pode ser verificado na Tabela 01, disposta a seguir.

---

III - permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;

IV - contribuir para modernização do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia;

V - permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;

VI - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa.

<sup>90</sup> O grande objetivo das privatizações era funcional à política econômica, pois ela permitia o financiamento do déficit do governo. Nesse sentido CASTRO, Lavínia Barros de. *Op. cit.*, p. 186.

<sup>91</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita *Op. cit.*, p. 11.

<sup>92</sup> CASTRO, Lavínia Barros de. *Op. cit.*, p. 186.

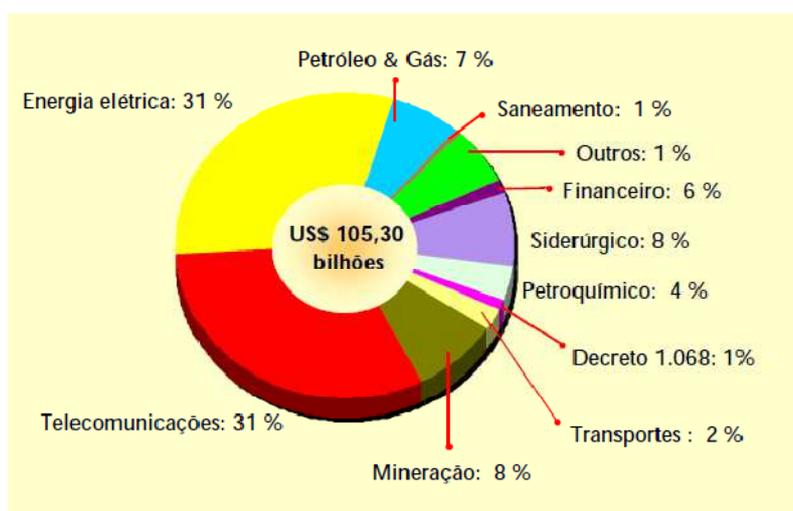
TABELA 01 - Privatização: Receita de Venda e Dívidas Transferidas – 1990-2002

US\$ milhões				
Período	Receita de Venda	Dívidas Transferidas	Resultado Total	
1990-1994	8.608	3.266	11.874	11.2 %
1995-2002	78.614	14.810	93.424	88.8 %
<b>Total</b>	<b>87.222</b>	<b>18.076</b>	<b>105.298</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: BNDES < <http://www.bndes.gov.br>>

Já os setores envolvidos podem ser representados pelo Gráfico 02:

GRÁFICO 02 - Privatização: Participação Setorial – 1990-2002



Fonte: BNDES < <http://www.bndes.gov.br>>

Assim, o processo de privatização foi fundamental para o crescimento das antigas companhias estatais que passaram a dispor dos recursos de investidores e melhor acesso ao mercado de valores mobiliários. Ademais, tais sociedades sob o controle privado passaram a ser mais produtivas, gerando um círculo virtuoso de atração de investimentos. Esse fenômeno foi bem observado por Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi e Maurício Mesquita Moreira:

Em uma perspectiva de longo prazo, no entanto, a mudança mais significativa trazida pela privatização aponta para a gestão das antigas estatais. Nas mãos de empresas privadas, elas passaram a se pautar pelas necessidades do consumidor, atualizaram seu parque tecnológico e se equiparam com sistemas de informática e melhor gerenciamento de recursos

humanos, empregando uma força de trabalho menor, porém mais motivada. O impacto das transformações e do maior acesso ao capital foi muito satisfatório, tanto no aspecto do volume de produção como em produtividade e níveis de investimento. Com desempenho mais eficiente e melhores práticas comerciais, essas empresas conseguiram aumentar a lucratividade, o que reabilitou sua credibilidade financeira e facilitou a obtenção de novos investimentos. Os resultados foram excelentes, tanto no setor industrial como no de infra-estrutura.<sup>93</sup>

A participação dos investidores estrangeiros foi fundamental nesse processo, tendo aportado 53% (cinquenta e três por cento) dos recursos das privatizações no Governo FHC, conforme pode ser observado Quadros II e III abaixo:

QUADRO II - Privatização: Investidores – 1990-1994      QUADRO III - Privatização: Investidores – 1995-2002

US\$ milhões		
Tipo de Investidor	Receita de Venda	%
Empresas nacionais	3.116	36%
Instituições financeiras	2.200	25%
Pessoas físicas	1.701	20%
Fundos de pensão	1.193	14%
Investidor estrangeiro	398	5%
Total	8.608	100%

Fonte: BNDES <<http://www.bndes.gov.br>>

US\$ milhões		
Tipo de Investidor	Receita de Venda	%
Investidor Estrangeiro	41.737	53%
Empresas Nacionais	20.777	26%
Setor Financeiro Nacional	5.158	7%
Pessoas Físicas	6.316	8%
Entidades de Previdência Privada	4.626	6%
Total	78.614	100%

Fonte: BNDES <<http://www.bndes.gov.br>>

Sobre esse cenário, o professor Arnoldo Wald explica que o interesse despertado pelas privatizações, a necessidade de investimentos na infraestrutura, aliada às reformas constitucionais que deram novo tratamento ao capital estrangeiro e a maior atuação da CVM e das bolsas, fizeram com que “o sucesso obtido no mercado de capitais ensejasse também a vinda de investidores mais duradouros direcionados a novos setores ou às operações de fusões e aquisições.”<sup>94</sup> Os investidores estrangeiros passaram a ser uma fonte contínua de recursos, de acordo com as necessidades de investimentos das sociedades que passaram a deter o controle.

Diante da redução do Estado na economia, novas questões surgiram para o direito. Segundo Odete Medauar, antes desses eventos, era rara a utilização de termos hoje

<sup>93</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. *Op. cit.*, p. 14.

<sup>94</sup> WALD, Arnoldo. Dez anos de Capital Estrangeiro no Mercado de Capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, outubro-dezembro/2006, p. 326 e 327. Esse texto havia sido originalmente publicado na Revista da CVM, n° 27, de outubro de 1998.

comumente utilizados, dentre os quais: reforma do Estado; modernização do Estado; redução do setor público; desestatização; desregulação; liberalização da economia; privatização; Estado regulador; marcos regulatórios; regulação.<sup>95</sup>

Isso ocorreu porque a redução da intervenção do Estado obrigou em muitos casos a criação de normas para a regulação de setores que anteriormente eram nacionalizados. Isso ocorreu com maior intensidade nas áreas de serviços públicos que passaram a ser exercidos pelo setor privado<sup>96</sup>, com especial destaque no Brasil para os setores de telecomunicações e energia.

Conforme observou Otavio Yazbek, apenas com a estabilização monetária, em meados da década de 1990, e com a correspondente integração do país na ordem financeira mundial, como “país emergente”, em grande parte dependente de recursos externos, tornou-se necessária a revalorização das estruturas regulatórias. Assim, a “tecnização” das práticas de regulação financeira no Brasil, agora coerentes com o que se entende como a “racionalidade econômica” aplicável à matéria, apenas ocorreu no último decênio.<sup>97</sup>

Em artigo publicado na Revista da CVM, em 27 de outubro de 1.998, Arnoldo Wald já visualizava que “o clima de estabilidade decorrente do Plano Real, a maior abertura do mercado e a redefinição do papel do Estado brasileiro fizeram do nosso país um centro de atração de capitais estrangeiros”, somente superado pela “China, que, todavia, oferece menor confiabilidade nos planos institucionais e jurídico, em virtude de uma formação cultural muito afastada da existente no Ocidente.”<sup>98</sup>

Portanto, essas foram as duas principais causas ocorridas na década de 90 que contribuíram para o fortalecimento da economia brasileira, com a sua abertura para os mercados internacionais. Tais mudanças fixaram as bases necessárias para o renascimento do mercado de valores mobiliários, que iria ocorrer na década seguinte. Observa-se, que, com a manutenção de baixas taxas inflacionárias e os programas que culminaram em menor intervenção do Estado na economia, ocorreu no final da década de 90 um aumento no volume de transações (que foi sustentada pelo contínuo ingresso de capital estrangeiro), o que comprova o elemento de confiança dos investidores existente nesse período, conforme foi relatado por Armando Castelar Pinheiro, Fabio Giambiagi e Maurício Mesquita Moreira na obra já citada.

---

<sup>95</sup> MEDAUAR, Odete. *Op. cit.*, p. 123.

<sup>96</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 43.

<sup>97</sup> YAZBEK, Otavio. *Op. cit.*, p. 278.

<sup>98</sup> WALD, Arnoldo. Dez anos de Capital Estrangeiro no Mercado de Capitais. *Op. cit.*, p. 326 e 327.

## 2.2. O Fortalecimento da Autorregulação

Outro acontecimento de grande importância para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários nos últimos 20 (vinte) anos foi o fortalecimento da autorregulação de base voluntária (esse conceito será melhor explorado em tópico oportuno). Durante esse período, houve maior atuação de organizações coletivas que congregavam agentes econômicos que a elas aderiram voluntariamente. Nesse sentido, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana e Juliana Paiva Guimarães afirmaram que a autorregulação de base voluntária teve “forte impacto positivo no desenvolvimento recente do mercado brasileiro de capitais”<sup>99</sup>.

Identificamos 03 (três) iniciativas de autorregulação voluntária que tiveram o condão de influenciar no renascimento do mercado de valores mobiliários brasileiro na última década, quais sejam: (i) criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”); (ii) maior atuação das associações profissionais; e (iii) os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&F Bovespa. Essas duas últimas iniciativas serão tratadas com maior detalhe no Capítulo 5 deste trabalho, mas cumpre situá-las nessa conjuntura histórica, tendo em vista que eles representaram importante contribuição para o fortalecimento do sentido de confiança nesse mercado e, conseqüentemente, no seu recente renascimento.

Em 27 de novembro de 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que tinha como objetivo o fortalecimento da atuação dos conselhos de administração nas companhias, inclusive por meio da capacitação desses profissionais. A partir de 1.996 o IBCA passa a realizar eventos públicos mensais, cujo assunto se concentrava em temas relacionados aos conselhos de administração e governança corporativa. Esses seminários eram depois publicados, aumentando a discussão acerca desses assuntos.

Um desses eventos foi um seminário realizado do Rio de Janeiro, em 19 de outubro de 1998, que contou com o apoio da Comissão de Valores Mobiliários e do BNDES/BNDESPAR, e teve os seguintes tópicos: (i) governança corporativa; (ii) sistema da Lei das S.A.; (iii) conselhos de administração; (iv) auditoria independente; e (v) Comissão de Valores Mobiliários.<sup>100</sup> Nos debates travados nesse seminário observou-se que os expositores conferiam grande relevância ao tema da proteção dos investidores. Nesse sentido, o professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Flávio Marcílio Rabelo,

---

<sup>99</sup> SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. *Op. cit.*, p. 61.

<sup>100</sup> IBGC. *Governança Corporativa – Seminário realizado em outubro de 1998*. Editado pelo Departamento de Relações Institucionais do BNDES, 1999, p. 4.

afirmou que “um elemento fundamental na definição de governança é a chamada proteção legal aos investidores”.<sup>101</sup> O objetivo dessa proteção era justamente o de criar a confiança necessária para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, uma vez que ela havia sido abalada por décadas de alta inflação e alta ingerência do Estado nesse mercado.

Em 1999, o IBCA passou a se denominar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), aumentou o seu foco de preocupação para outros assuntos<sup>102</sup>, tais como o conflito de controladores e acionistas minoritários, a divulgação de informações, a transparência, auditoria independente, dentre outros. Nesse mesmo ano é lançado o seu primeiro "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", com o objetivo de orientar a conduta dos conselheiros de administração. Durante os anos seguintes o IBGC passou a realizar inúmeros congressos e ampliou cada vez mais os temas abordados em seu Código de Melhores Práticas. Também passou a publicar obras que contribuíram para o desenvolvimento da discussão sobre temas de governança corporativa no Brasil.

Em 2009, o IBGC reformulou o denominado Banco de Conselheiros e lançou o Programa de Certificação para Conselheiros de Administração e Fiscal. O primeiro é um cadastro de profissionais que desempenham ou que já desempenharam a atividade de conselheiro, para facilitar a escolha pelas sociedades interessadas. O segundo é um plano de certificação que tem como objetivo a aferição dos conhecimentos e competências de conselheiros e candidatos a conselhos, para o desempenho eficiente dessas atividades.

Atualmente, o IBGC é uma das entidades mais influentes em assuntos relacionados à Governança Corporativa no Brasil e, no ano de 2010, foi considerado pelo Fórum Global de Governança Corporativa como Centro de Excelência em Governança para América Latina, Caribe e África Lusófona. Os seus códigos e recomendações não estão situados no campo da autorregulação (devem ser enquadrados como *soft laws*, conforme será observado no próximo capítulo), mas ele possui grande relevância na medida em que fomentou as discussões sobre governança corporativa, o que auxiliou no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Também ocorreu, nos últimos 20 anos, maior atuação de associações profissionais ligadas ao mercado de valores mobiliários (iremos investigar algumas dessas associações no capítulo 5 deste trabalho). Ressalte-se, entretanto, o trabalho da atual Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que, em 1998, lançou “o

---

<sup>101</sup> IBGC. *Op. cit.*, p. 15.

<sup>102</sup> Histórico disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Todas as informações históricas referentes ao IBGC foram obtidas no referido site.

Código de Auto-Regulação para Ofertas Públicas de Valores Mobiliários, trazendo normas mais rígidas do que as impostas pela legislação”.<sup>103</sup> O objetivo da entidade era o de melhorar a qualidade dos prospectos apresentados nas ofertas e, com isso, atender ao anseio do investidor de receber maiores informações acerca do valor mobiliário negociado. Isso agregava valor às ofertas, resultando em um círculo virtuoso de divulgação de informações.

Atualmente, a AMBIMA conta com inúmeros Códigos de Autorregulação (que serão tratados no capítulo 5), bem como possui programas de certificação que são obrigatórios para alguns funcionários de instituições financeiras (são os CPAs 10 e 20). Regra geral, as associações profissionais passaram a adotar códigos de conduta com o objetivo de coordenar a atuação de seus membros, sendo que várias delas possuem programas de certificação e de educação continuada, cujo objetivo é atestar e manter a qualificação técnica dos profissionais que trabalham no mercado financeiro.

Por último, cumpre destacar a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&F Bovespa. No final de 2.000, a então Bovespa lançou 03 (três) segmentos especiais de listagem, o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado, que estabeleciam obrigações adicionais às legais para as companhias que nele desejassem ser listadas.

Conforme ressalta Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana e Juliana Paiva Guimarães “naquela época, estava em discussão, no Congresso Nacional, uma proposta de reforma da Lei das Sociedades Anônimas, mas tudo indicava que a correlação de forças não permitiria que aquela reforma tivesse o alcance que a própria CVM e o mercado desejavam.”<sup>104</sup> Assim, a Bovespa criou esses segmentos com as regras mais reclamadas pelos agentes econômicos, e os anos seguintes mostraram o grande sucesso da iniciativa, sendo atualmente praticamente inconcebível uma sociedade que deseja realizar uma oferta pública inicial de ações não ser listada em algum deles (inclusive, a tendência é que ela seja listada no Novo Mercado, o segmento que possui maior exigência).

Tais medidas foram fundamentais para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, pois elas atenderam a um anseio dos agentes econômicos e fizeram com que “o mercado recuperasse sua confiabilidade.”<sup>105</sup> Todavia, ainda eram necessárias algumas reformas legislativas para que o sistema estivesse propício ao desenvolvimento que estava por vir.

---

<sup>103</sup> SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. Op. cit., p. 61.

<sup>104</sup> SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. Op. cit., p. 61.

<sup>105</sup> SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. Op. cit., p. 61.

### 2.3. O Renascimento do Mercado de Valores Mobiliários no Século XXI

Conforme demonstrado nos tópicos anteriores, a confiança dos agentes econômicos no mercado de valores mobiliários havia sido restaurada no final do século XX. Isso ocorreu, principalmente, pelas reformas macroeconômicas realizadas na década de 90, aliadas ao fortalecimento da autorregulação de base voluntária realizada pela Bovespa, por associações profissionais e pelo IBGC.

Entretanto, era necessário alterar a legislação societária que não conferia a proteção desejada pelos investidores (principalmente, após as alterações promovidas pela Lei 9.457/97). Assim, após amplo debate no Congresso Nacional, foi aprovada a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que promoveu uma série de reformas na legislação societária, com vistas a proteger o acionista minoritário, devendo ser destacadas as seguintes (essa não é uma lista taxativa):

a) Restabelecimento do *tag along* para ações com direito a voto, no caso de alienação de controle (no preço equivalente a 80% do valor pago ao controlador)<sup>106</sup>;

b) Redução da proporção máxima de ações sem direito de voto, ou sujeitas a restrição desse direito (geralmente preferenciais), para 50% das ações emitidas pela Companhia<sup>107</sup>;

---

<sup>106</sup> Lei 6.404/76 - **Art. 254-A.** A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º - Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º - A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º - Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4º - O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

<sup>107</sup> Lei 6.404/76 - **Art. 15.** {...}

§ 2º - O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

c)Direito à oferta pública de aquisição de ações (OPA) por preço justo em caso de fechamento de capital e de aumento de participação do controlador<sup>108</sup>;

d)Aumento do prazo de antecedência para a convocação de assembleias gerais de companhias abertas<sup>109</sup>; e

---

<sup>108</sup> Lei 6.404/76 - **Art. 4º** {...}

§ 4º - O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

{...}

§ 6º - O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4o, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

**Art. 4º-A.** Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º.

§ 1º - O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembleia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação.

§ 2º - Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.

§ 3º - Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública.

§ 4º - Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4o e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão.

<sup>109</sup> Lei 6.404/76 - **Art. 124** {...}

§ 1º A primeira convocação da assembleia-geral deverá ser feita:

I - na companhia fechada, com 8 (oito) dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da publicação do primeiro anúncio; não se realizando a assembleia, será publicado novo anúncio, de segunda convocação, com antecedência mínima de 5 (cinco) dias;

II - na companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação será de 15 (quinze) dias e o da segunda convocação de 8 (oito) dias.

{...}

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia:

I - aumentar, para até 30 (trinta) dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação

e)Ampliação da autonomia funcional e poderes da Comissão de Valores Mobiliários, que passou a possuir mais mecanismos para fiscalizar o mercado de valores mobiliários<sup>110</sup>.

Portanto, a Lei 10.303/01 promoveu uma séria de alterações na legislação societária que passou a proteger os interesses dos investidores e fortaleceu os poderes da Comissão de Valores Mobiliários. Essa, por sua vez, nos anos de 2.002 e 2.003, “promoveu profunda e ampla revisão e edição de normas essenciais para o mercado, tais como as que regulamentam as OPAs, fatos relevantes, ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, entre outras.”<sup>111</sup>

Tais normas foram recebidas pelos agentes econômicos de forma muito positiva e, dada a sua regularidade técnica e completude, aumentaram a segurança e a previsibilidade de diversos temas complexos, aumentando ainda mais a confiança na hígidez do sistema. Portanto, o mercado de valores mobiliários brasileiro estava pronto para o crescimento que iria ocorrer.

Aliado a esse cenário interno, havia uma grande liquidez de recursos financeiros detidos por agentes econômicos internacionais, passando o Brasil a ser um mercado atrativo para investimentos estrangeiros. Nesse sentido, o *Relatório de Inflação* do Banco Central observa que o:

Brasil têm se caracterizado por reduzida volatilidade, em comparação aos fluxos das demais modalidades de capitais, e tendência de crescimento. De fato, a partir de 1996, esses ingressos passaram a representar, com raras exceções, a principal fonte de financiamento externo, e, em 2002, consolidaram-se como fonte de recursos grande o suficiente para financiar as

---

do primeiro anúncio de convocação da assembléia-geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;

II - interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembléia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais ou regulamentares.

§ 6º As companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa de valores deverão remeter, na data da publicação do anúncio de convocação da assembléia, à bolsa de valores em que suas ações forem mais negociadas, os documentos postos à disposição dos acionistas para deliberação na assembléia-geral.

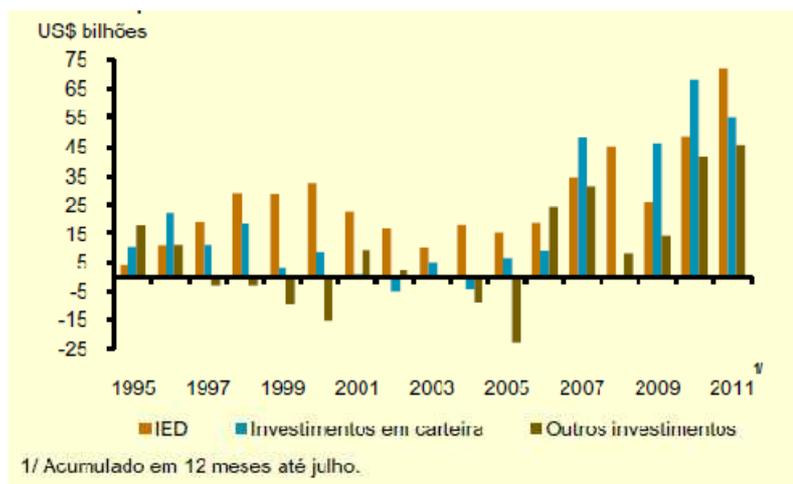
<sup>110</sup> Foram alterados os seguintes artigos da Lei nº 6.385/76 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários): artigos 1º, 2º, 4º, 5º, 6º, 7º, 8º, 9º, 10, 11, 14, 15, 16, 17, 18, 22, 24, 26 e 28.

<sup>111</sup> SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. *Op. cit.*, p. 62.

transações correntes. Desde 2005, observa-se contínuo crescimento do aporte de IED a cada ano, exceto em 2009.<sup>112</sup>

O gráfico desses ingressos de recursos, inclusive de investimentos em carteira<sup>113</sup>, é representado da seguinte forma:

GRÁFICO 03 - Capitais Estrangeiros – Fluxos Líquidos – 1995-2011



Fonte: BCB <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2011/09/ri201109b5p.pdf>>

Diante dessa conjuntura histórica, ligada ao “apetite” dos investidores estrangeiros por valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras, houve um expressivo aumento do número de ofertas públicas iniciais de ações. Em 2007, em seu auge, foram 64 (sessenta e quatro) ofertas públicas iniciais de ações, que somaram o montante de cerca de R\$55 bilhões, consoante o disposto no gráfico a seguir:

QUADRO IV - Oferta Pública Iniciais (IPOs) – BM&F Bovespa - 2004-2011

Ano	Volume Total (R\$)	Quantidade
<b>2004</b>	4.487.065.024	7
<b>2005</b>	5.447.335.660	9
<b>2006</b>	15.373.613.634	26
<b>2007</b>	55.648.186.085	64

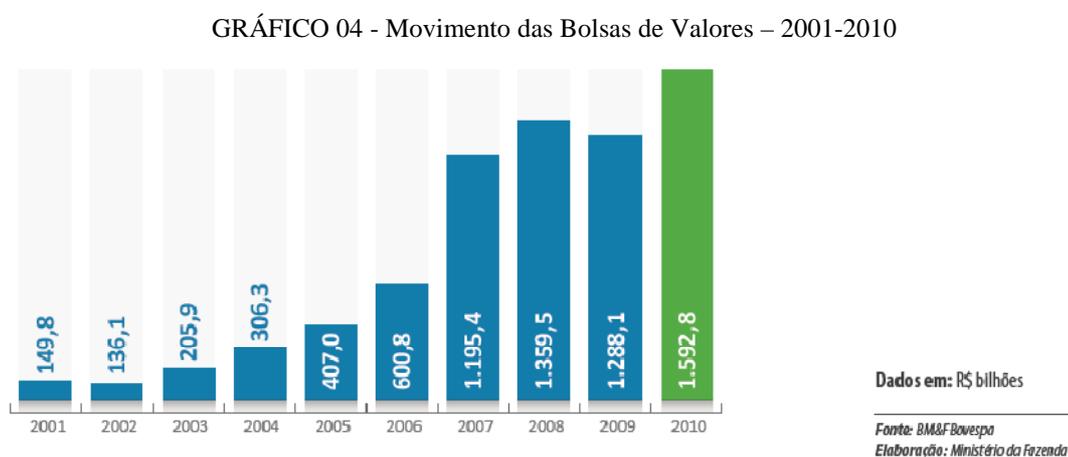
<sup>112</sup> Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*, de setembro de 2011. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2011/09/ri201109b5p.pdf>>.

<sup>113</sup> Investimentos em Carteira são aqueles que “visam, em geral, obtenção de ganhos em prazo curto. São aplicações em ações, títulos da dívida pública, títulos privados de renda fixa ou variável, etc. Ao contrário do caso dos Investimentos Diretos, não há relação de longo-prazo nem interesse duradouro em determinado empreendimento, ou controle sobre a administração de seus negócios; trata-se apenas de uma aplicação financeira.” RODRIGUES, Patrícia Costa e VERSIANI, F.R.Versiani. *Balanço de Pagamentos*. Disponível em <<http://vsites.unb.br/face/eco/inteco/textosnet/2parte/bp.pdf>>

<b>2008</b>	7.494.941.362	4
<b>2009</b>	23.831.458.391	6
<b>2010</b>	11.193.373.738	11
<b>2011</b>	7.175.095.457	11

Fonte: BM&F Bovespa<sup>114</sup>

Também houve um enorme aumento do volume recursos envolvido nas operações ocorridas no âmbito das bolsas de valores brasileiras, passando de cerca de R\$150 bilhões em 2.001 para cerca de R\$1,5 trilhões em 2.010<sup>115</sup>, conforme podemos observar do gráfico abaixo:



Fonte: Ministério da Fazenda < <http://www.fazenda.gov.br/>>

Diante desses acontecimentos, a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil, a BM&F Bovespa, passou a ser uma das mais importantes do mundo. De acordo com o Relatório “2011 WFE Market Highlights”, publicado pela World Federation of Exchanges (instituição internacional que congrega 54 (cinquenta e quatro) bolsas de valores, dentre as quais a BM&F Bovespa), em 31 de dezembro de 2.011 a bolsa brasileira ocupava a 9ª (nona) colocação no mundo no critério de capitalização<sup>116</sup>.

Portanto, atualmente, o mercado de valores mobiliários brasileiro é um dos mais importantes do mundo. O número de operações é incomparável com o observado no passado, o que aumenta, por consequência, o número de conflitos e a necessidade de respostas

<sup>114</sup> BM&F BOVESPA. *Ofertas Públicas e IPOs*. Disponível em <<http://bmfbovespa.comunique-se.com.br/list.aspx?idCanal=A21hwVksq41tvr7LFRtbZw==>>.

<sup>115</sup> MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Economia Brasileira em Perspectiva*. Edição Especial, ano de 2010. Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/docs/perspectiva-economia-brasileira/edicoes/Economia-Brasileira-Em-Perpectiva-Especial-10.pdf>>

<sup>116</sup> WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *2011 WFE Market Highlights*. Disponível em <<http://www.world-exchanges.org>>.

adequadas para sustentar esse crescimento. Nesse sentido, a autorregulação se apresenta como dos instrumentos adequados para a coordenação desse mercado, sendo inclusive uma das causas desse crescimento. Passaremos, então, a definir o que é autorregulação e quais são os espaços que ela deve coordenar.

### 3. A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A autorregulação não pode ser considerada um fenômeno novo. Pelo contrário, ela está presente desde a origem do direito comercial. Conforme ensinam os professores Arnoldo Wald e Nelson Eizirik “a noção de auto-regulação é bastante antiga e remonta às ‘cidades livres’ dos Séculos XI e XII, cuja emergência caracteriza os primeiros sinais de insurreição contra a ordem feudal”. Os autores continuam a dissertar:

Como organizações centrais das cidades livres constituíram-se determinadas fraternidades, conhecidas como “irmandades” nas cidades latinas e grêmios ou ‘guildas’ nas alemãs. Tais fraternidades incluíam todos os componentes de determinada corporação profissional, com vistas à autoproteção do grupo, principalmente contra as guerras entre os senhores feudais. As cidades livres eram constituídas mediante uma permissão outorgada por um senhor feudal, que vendia sua proteção aos comerciantes. Gozavam em geral de autonomia, chegando mesmo a estabelecer uma determinada ordem jurídica, com princípios diversos do Direito então vigente no País. Assim, algumas cidades tinham permissão para eleger uma assembléia municipal, elaborar leis e manter tribunais de justiça. Em muitos casos, tais conselhos eram compostos, basicamente, por representantes das guildas, ou seja, das corporações.<sup>117</sup>

Dessa forma, tais entidades formavam um sistema paralelo ao sistema comandado pelos senhores feudais, nos limites das cidades livres, cuja função básica era coordenar as atividades das corporações profissionais.

Essa coordenação era fundamental para o desenvolvimento do comércio, pois, conforme ensina o professor Rubens Requião, durante a idade média os comerciantes lidavam com um ambiente jurídico e social avesso às regras do jogo mercantil (dentre as quais a prática de juros), sendo necessária essa associação por meio de organizações de classe<sup>118</sup>, com o objetivo de obter maior liberdade para a realização de suas atividades, maior influência política, especialização na resolução de conflitos, dentre outros.

Após a Idade Média, o fenômeno da autorregulação foi por vezes combatido e outras, incentivado. Vital Moreira apresenta essa evolução histórica, que pode ser sintetizada através da menção a alguns eventos marcantes:

---

<sup>117</sup> WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 6.

<sup>118</sup> REQUIÃO, Rubens. *Direito Comercial*. 1º Volume. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 9 e 10.

(i) em 17 de março de 1.791, em plena Revolução Francesa, a Assembleia Nacional decretava a abolição das corporações de mestres, e em 14 de junho do mesmo ano a Lei de Le Chapelier proibia o seu restabelecimento, bem como a criação de quaisquer associações por parte dos “cidadãos do mesmo estado ou profissão [ou] operários e companheiros de qualquer ofício”, com o fim de “formular regulamentos sobre os seus pretensos interesses comuns” (art. 2º)<sup>119</sup>. O objetivo dessa proibição estava ligado ao ideário da revolução liberal, que pretendia a existência apenas do interesse particular de cada indivíduo e o interesse geral, com a eliminação de um interesse intermediário ligado ao espírito de corporação;

(ii) ao final do século XIX houve uma reviravolta com a reconstituição dos corpos profissionais e das associações econômicas, com pretensões de assumir novamente uma função de coordenação e de disciplina da atividade econômico-profissional. Em vários países haviam surgido as primeiras ordens profissionais, com funções de representação públicas das respectivas profissões liberais e com poderes de regulação e disciplina profissional, bem como as câmaras de comércio e indústria, com funções de representação oficial das empresas de cada região e com poderes de gestão de serviços públicos de interesse econômico<sup>120</sup>;

(iii) após o fim da II Guerra Mundial, o capitalismo foi marcado por um “‘enorme acréscimo da influência das autoridades públicas na gestão do sistema económico’, a que se juntava a ‘redução do poder do mercado’ como instrumento de dinamização e de regulação da economia.”<sup>121</sup>;

(iv) nos anos 80 ocorreu uma “contra-revolução neoliberal” que veio a questionar o papel do Estado na economia<sup>122</sup>. Entretanto, “por mais que o Estado tenha reduzido a sua participação directa na actividade económica como empresário, por efeito de extensos programas de privatização do sector público, a verdade é que não diminuiu drasticamente o papel da regulação pública na economia.”<sup>123</sup> De todo o modo, após esse período, as entidades

---

<sup>119</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 11.

<sup>120</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 11.

<sup>121</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 18 e 19.

<sup>122</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 19.

<sup>123</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 19 e 20. O autor esclarece que “o programa desregulador dos anos oitenta obedece menos a um propósito de regresso às origens do que de formulação de uma nova filosofia reguladora, menos dependente da propriedade pública e da intervenção económica directa do Estado – daí o programa privatizador – e menos restritiva da concorrência – daí a abertura à iniciativa privada de sectores até então reservados ao sector público ou explorados em regime de concessão exclusiva (transportes aéreos, telecomunicações). Em certo sentido o movimento desregulador é

privadas profissionais passaram a ter um papel de destaque na coordenação das atividades econômicas.

Destarte, desde o surgimento do direito comercial, observa-se que autorregulação exercida por entidades profissionais privadas sempre existiu mesmo que em menor intensidade. Atualmente, diante da complexidade e incerteza que a realidade traz na pós-modernidade, a autorregulação passa a ter uma maior importância na coordenação da economia, juntamente com a coordenação pelo Estado e a realizada pelo próprio mercado.

Conforme explica Jose Esteve Pardo “a autorregulação tem sua gênese e encontra suas energias na sociedade que, longe de haver-se fundido e dissolvido no Estado como vaticinaram alguns doutrinadores, há evidenciado uma vitalidade, dinamizada em muitos casos pelas novas plataformas que oferece a tecnologia.”<sup>124</sup>

Atualmente, a autorregulação tende a operar em espaços muito relevantes e estratégicos para a sociedade, tais como os meios de comunicação, a economia, a qualidade e segurança industrial, a ciência etc.<sup>125</sup> Ela é exercida por meio de entidades profissionais privadas que congregam “profissionais – cientistas, técnicos, gestores, jornalistas, agências ou provedores de serviços – quem estabelecem as regras aplicáveis ao exercício de sua atividade e controlam o seu cumprimento.”<sup>126</sup>

Diante desses esclarecimentos de ordem histórica, passaremos a buscar a definição de um conceito de autorregulação e quais são as suas formas, seus espaços, limitações e vantagens.

---

menos uma revolução do que uma contra-revolução em relação à subversão dos princípios originários, que o programa do “Estado econômico” tinha introduzido no funcionamento do sistema.

<sup>124</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 10. Texto original: “la autorregulación tiene su génesis y encuentra sus energías en la sociedad que, lejos de haberse fundido y disuelto en el Estado como vaticinaron algunos doctrinarios, ha evidenciado una especial vitalidad, dinamizada en muchos casos por las nuevas plataformas que ofrece la tecnología.”

<sup>125</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 10.

<sup>126</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 24. Texto original: “profesionales – científicos, técnicos, gestores, periodistas, agencias o proveedores de servicios – quienes establecen las reglas aplicables al ejercicio de su actividad y controlan su cumplimiento.”

### 3.1. Conceito de Autorregulação

Antes de definir um conceito de autorregulação para este trabalho, cumpre superar alguns equívocos conceituais comumente observados e, por consequência, delimitar o que não dever ser considerado autorregulação.

O primeiro equívoco é o de definir a autorregulação como a característica dos mercados de se ajustarem, sem a necessidade da regulação estatal. Seria a idéia liberal de que o mercado se “autorregula” por meio de suas forças internas, uma vez que a busca da maximização do bem-estar pelo indivíduo resultaria no bem-estar coletivo. Em uma análise histórica, Otavio Yazbek explica as origens dessa conceituação:

Por outro lado – e as principais referências, aqui, talvez sejam Smith e seu famoso *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, de 1776 – também se iniciou a caracterização, de forma peculiar, do meio em que atuam aqueles agentes, passando-se a tratar o mercado como um ambiente capaz de regular-se por meios próprios – a famosa imagem da “mão invisível”, que, vale lembrar, paga tributo ao mecanismo então vigente, privilegiando a regularidade e o equilíbrio. Esses mecanismos auto-reguladores funcionam em razão da persecução, pelos indivíduos, dos seus próprios interesses, o que faz com que uma das peças-chave do sistema seja o agente racional e maximizador de seu bem-estar, embrião do que, posteriormente, se caracterizou como o *homo oeconomicus* (sic.). É a busca da satisfação individual que faz funcionarem as engrenagens do mercado e acaba por levar a um bem comum - ao aprimorar sua capacidade de ofertar e de adquirir bens, os agentes econômicos atuam cada vez mais especializadamente (a divisão de trabalho), coordenando os meios de produção (vale dizer, desenvolvendo atividade empresarial). Assim, começam a se entrelaçar, na economia clássica, a oferta e a demanda de bens e serviços em um *locus* ideal.<sup>127</sup>

O “mercado autorregulado”, nessa ótica, nasceria da atuação de cada indivíduo em busca de seu próprio bem-estar, o que, ao cabo, determinaria o bem comum e as feições básicas da organização econômica e social.

Nesse mesmo sentido, Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos identificam que a autorregulação em seu sentido preponderantemente econômico estaria ligado a essa idéia de livre iniciativa:

É comum, por exemplo, que se faça referência à auto-regulação em um sentido preponderantemente econômico, ligado à livre iniciativa. Auto-regulação, nesse sentido, corresponderia à suposta característica dos

<sup>127</sup> YAZBEK, Otavio. *Op. cit.*, p. 8/9.

mercados, de sempre alocar os recursos da maneira mais eficiente. Dessa característica decorreria a necessidade de se garantir liberdade às instituições de mercado, que se disciplinariam por conta própria, independentemente de qualquer interferência estatal. Esse sentido celebrizou-se por representar a essência do liberalismo econômico e do pensamento dos teóricos do livre mercado.<sup>128</sup>

Conforme ensina Luciana Pires Dias, para essa teoria “a ordem natural da economia viabilizaria a livre concorrência e a conseqüente auto-regulação dos mercados, que funcionariam como um mecanismo de realocação racional de recursos. O modelo clássico de mercado refuta as idéias de poder econômico e de ineficiência do mercado não passível de solução pelo agir espontâneo de seus próprios agentes (sic).”<sup>129</sup>

A autorregulação, nesse sentido, significaria uma economia não regulada, ou seja, a economia “para funcionar reguladamente não precisava de ser (hetero-)regulada (sic.). Mais ainda, toda a regulação artificial implicaria a perturbação da regulação natural inerente ao sistema.”<sup>130</sup> Portanto, regular a economia não seria algo natural e, causaria, por consequência, uma perturbação no sistema.

Esse, entretanto, não é o conceito de autorregulação proposto neste trabalho. A autorregulação é exercida por entidades profissionais privadas, por meio de poderes outorgados pelo Estado ou com base na adesão de seus membros. Ela não ocorre de maneira difusa no mercado, fruto de forças econômicas. A esse fenômeno foi atribuído nesta dissertação o nome de coordenação pelo mercado, cujo estudo foge aos limites dos objetivos da pesquisa.

Outro equívoco que se deve afastar é a identificação da autorregulação com a desregulação do Estado. Segundo Odete Medauar o termo desregulação significa “a eliminação total ou parcial de normas e controles estatais, incidentes sobre o mercado e as atividades econômicas, levando à simplificação e desburocratização.”<sup>131</sup>

Ou seja, a desregulação é, portanto, a atividade de afrouxamento ou eliminação de controles estatais e desburocratização de determinadas atividades econômicas. Esse fenômeno está ligado à reformulação da intervenção do Estado na economia, não havendo identificação com o conceito de autorregulação.

---

<sup>128</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e Autorregulação no Brasil e a crise internacional* [on line] 2009. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp>>, p.8.

<sup>129</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 119.

<sup>130</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 22.

<sup>131</sup> MEDAUAR, Odete. *Op. cit.*, p. 123.

Entretanto, essa falta de identificação não implica na inexistência de relação entre a desregulação e a autorregulação. Nesse sentido, Maria Mercè Darnaculleta i Gardella alerta que:

[...] o tradicional modelo intervencionista, presidido pelas técnicas jurídicas articuladas em torno de grandes serviços públicos e à noção de domínio público [...] está dando lugar a um modelo concorrencial no qual o Estado deve reconduzir seu papel para situar-se em uma posição simplesmente corretora dos desequilíbrios do mercado. Com ele emergem, como não, novos espaços para a ‘autorregulação do mercado’.<sup>132</sup>

Observa-se, portanto, que o desenvolvimento da autorregulação pode, em algumas hipóteses, estar relacionada com a desregulação. Um exemplo dessa relação é a outorga de poderes pelo Estado para entidades profissionais privadas, com o objetivo de que elas exerçam determinada atividade que antes era exercida pelo aparelho estatal (como ocorreu no Convênio CVM e Anbima, que definiu o Procedimento Simplificado para os Registros de Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários nos Mercados Primário e Secundário, objeto de estudo do próximo capítulo). Nessa hipótese, deverão existir normas estatais que objetivem garantir a efetividade dos fins públicos das atividades de autorregulação exercidas pelas entidades profissionais privadas (no exemplo apontado, foi editada a Instrução Normativa nº 471/08 pela CVM que possui disposições nesse sentido).

Um terceiro equívoco que pode ser apontado é a identificação da autorregulação com a atividade exercida por autarquias ou outros membros da administração pública direta e indireta. Nesse sentido, afirma Maurício Quadros Soares:

No Brasil, as entidades com poderes de auto-regulação, tipicamente as bolsas de valores e o mercado de balcão organizado, atuam como instituições acessórias à Comissão de Valores Mobiliários e ao Conselho Monetário Nacional (as verdadeiras agências auto-reguladoras), estando sujeitas à sua supervisão. Cabe a essas entidades fiscalizar seus membros e assegurar o cumprimento das normas e regulamentos que lhes sejam repassados pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários.<sup>133</sup>

<sup>132</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 56. Texto original: “[...] el tradicional modelo intervencionista, presidido pelas técnicas jurídicas articuladas en torno de grandes servicios públicos y a la noción de dominio público [...] está dando paso a un modelo concorrencial en el que el Estado debe reconducir su papel para situarse en una posición simplemente correctora de los desequilibrios del mercado. Con ello emergen, como no, nuevos espacios para la ‘autorregulación del mercado’.”

<sup>133</sup> SOARES, Maurício Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários: instrumentos de regulação e de auto-regulação*. Rio de Janeiro: Editora Juarez de Oliveira, 2003, p. 109.

Ora, a Comissão de Valores Mobiliários não pode ser considerada uma “verdadeira agência auto-reguladora”. Na realidade, ela é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Fazenda<sup>134</sup>, motivo pelo qual exerce regulação e não autorregulação.

Por fim, cumpre ressaltar que parte da doutrina limita a ocorrência da autorregulação do mercado de valores mobiliários à atividade exercida pelas bolsas de valores. Entretanto, essa limitação não está de acordo com o conceito que deve ser atribuído a esse instituto.

Nesse sentido, os professores Arnoldo Wald e Nelson Eizirik, em 1.986, afirmaram que a “auto-regulação do mercado compreende-se a normatização e fiscalização, pelo órgão corporativo (a Bolsa de Valores), das atividades de seus membros, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos na prática dos negócios.”<sup>135</sup>

De forma análoga, Luiz Felipe Amaral Calabró afirma que “a atual estrutura da autorregulação do mercado de bolsa está disciplinada pela Instrução nº 461/07 emitida pela CVM em 23 de outubro de 2007”.<sup>136</sup> O autor reconhece a existência da autorregulação das associações de classe profissional<sup>137</sup>, mas por um motivo não identificado em sua tese de doutorado a exclui do que denomina como “estrutura da autorregulação do mercado de bolsa”.

Ora, a autorregulação do mercado de valores mobiliários não está limitada a essa hipótese. É certo que a atividade de autorregulação exercida pelas bolsas de valores mobiliários é uma das manifestações mais evidentes desse fenômeno, principalmente por estar expressa na Lei 6.385/76 (conforme observaremos no próximo capítulo). Mas, trata-se de um exemplo e, portanto, não esgota todas as formas de coordenação do mercado por meio da autorregulação. É possível especular duas causas para essa confusão conceitual, quais sejam:

(i) A Falta de Representatividade das Associações Privadas – conforme demonstrado anteriormente, o mercado de valores mobiliários brasileiro sofreu profundas alterações nos últimos 20 (vinte) anos, passando de um mercado controlado por companhias estatais para um

---

<sup>134</sup> Lei 6.385/76 – “Art. 5º - É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, 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.”

<sup>135</sup> WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 05.

<sup>136</sup> CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Teoria Palo-Platéia – A Interação entre Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010, p. 10.

<sup>137</sup> CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Op. cit.*, p. 10.

mercado dinâmico, controlado pelo capital privado e com forte influência do capital estrangeiro. Durante esse período foram criadas várias associações profissionais que passaram a desempenhar a autorregulação de maneira consistente. Esse tipo de coordenação passou a ser uma realidade e não apenas uma questão teórica; e

(ii) A Falta de Maturidade da Doutrina Pátria – a autorregulação estabelecida pela Lei 6.385/76, que outorgou para as bolsas a competência para a fiscalização das operações nela ocorridas causou verdadeiro alvoroço na doutrina pátria. Vários trabalhos foram elaborados para discutir a natureza das bolsas de valores e a constitucionalidade dessa atribuição de competências<sup>138</sup>. Portanto, foi necessário tempo para que fosse aceita a autorregulação promovida por delegação estatal. Atualmente, essa questão já foi superada pela doutrina, sendo possível a discussão de outras formas de autorregulação exercidas no âmbito do mercado de valores mobiliários por outras entidades privadas.

Um exemplo dessa falta de maturidade da doutrina é a divergência do conceito de autorregulação proposto pelo próprio Nelson Eirizik em 1.982 (adiante transcrito), em comparação com aquele formulado no ano de 1.986 (já citado):

Por auto-regulação entende-se basicamente a normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado, sob a forma de regulação, nos negócios dos participantes do mercado, estes se autopolicariam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos. No mercado de capitais, tradicionalmente, as entidades tipicamente auto-reguladoras são as Bolsas de Valores.<sup>139</sup>

A explicação para essa divergência é a de que nos anos 80 a autorregulação do mercado de valores mobiliários era prioritariamente exercida no Brasil pelas bolsas de valores mobiliários. A atuação das associações profissionais era tímida e a doutrina ainda discutia a constitucionalidade da outorga de poderes de fiscalização para as bolsas de valores

<sup>138</sup> Dentre os quais podemos citar: BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores. *Revista de Direito Público*, n. 81. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1987; COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do seu Objeto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 60. São Paulo: Revista dos Tribunais, outubro-dezembro/1985; EIZIRIK, Nelson. Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 48. São Paulo: Revista dos Tribunais, outubro-dezembro/1982.

<sup>139</sup> EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 48.

mobiliários, organizadas como associações privadas. Apesar disso, na doutrina estrangeira a autorregulação por outras entidades profissionais privadas já era tratada e influenciou alguns doutrinadores pátrios. Parte deles, entretanto, diante da inexistência dessas manifestações na realidade local, por vezes, incorria em divergências conceituais.

Atualmente, diante das inúmeras manifestações de autorregulação do mercado de valores mobiliários não é possível admitir a sua restrição às atividades de fiscalização das bolsas. Necessário, portanto, definir o conceito desse instituto.

O professor português Vital Moreira identifica os seguintes elementos da autorregulação: (i) é uma forma de regulação e não ausência desta – a autorregulação seria uma espécie do gênero regulação; (ii) é uma forma de regulação coletiva, pois não existe autorregulação individual – envolve uma organização coletiva que estabelece e impõe aos seus membros certas regras e certa disciplina; e (iii) é uma forma de regulação não estatal.<sup>140</sup>

Conforme ensinam Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques a regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é usualmente denominada “auto-regulação”, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos.<sup>141</sup>

Há, entretanto, um problema nessas características que definiriam o conceito de autorregulação. Conforme o disposto neste trabalho, a regulação é uma atividade exercida pelo Estado, portanto a autorregulação não pode ser vista como espécie de regulação. Na realidade, a regulação e a autorregulação são duas formas (espécies) de coordenação da economia, devendo esse termo ser entendido de forma ampla como o ato de organizar de forma metódica, estruturar e ordenar a economia, com o objetivo de mantê-la sincrônica e harmoniosa<sup>142</sup>.

Assim, a autorregulação não pode ser espécie da regulação, pois aquela é uma forma de coordenação “não estatal”, realizada pelos próprios agentes econômicos por meio de entidades profissionais privadas. Ou seja, a atividade de autorregulação está fora do âmbito de atuação do Estado, não podendo ser espécie de regulação (de acordo com os conceitos apresentados neste trabalho).

---

<sup>140</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 22.

<sup>141</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 15 e 16.

<sup>142</sup> Dicionário HOUAISS da Língua Portuguesa. *Op. cit.*, p. 545.

José Esteve Pardo, por sua vez, afirma que a autorregulação possui os seguintes elementos objetivos e subjetivos<sup>143</sup>:

(i) Elemento Subjetivo: quem promove a autorregulação são os profissionais técnicos (o autor faz analogia à criação do Direito Mercantil pelos mercadores medievais). Estes agentes pretendem regular questões que os preocupam e resolver de maneira eficiente certas controvérsias que ocorrem com frequência; e

(ii) Elemento Objetivo: a autorregulação seria realizada por meio de certificações e pela edição de normas (segundo o autor seriam “paraordenamientos”, pois paralelos ao ordenamento jurídico) que buscariam sistematizar os procedimentos e definir padrões, inclusive éticos.

Nesses elementos, entretanto, observa-se que o autor exclui a autorregulação realizada por agentes econômicos em decorrência de delegação legal. Inclusive, o autor afirma que a autorregulação “[...] não se trata de uma atuação por particulares e organizações privadas a partir de uma delegação dos poderes públicos, como se dá em outras suposições mais conhecidas na linha da auto-administração.”<sup>144</sup>. Como se verá no próximo capítulo, essa é uma das espécies de autorregulação aqui propostas, o que diverge com as ideias do professor espanhol.

Conforme explica Luciana Pires Dias, para a doutrina jurídica o termo autorregulação refere-se “[...] ao conjunto de normas autovinculantes que um determinado grupo impõe para si mesmo, seja espontaneamente ou por determinação do Estado”<sup>145</sup>. Aproximamos assim do conceito a ser proposto para o instituto.

De maneira mais técnica, Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos afirmam que “a essência da auto-regulação é a de um processo de organização coletiva ao qual se submete um determinado grupo de participantes. Esse processo tem caráter extra-estatal, no sentido de

---

<sup>143</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 14-16.

<sup>144</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 15. Texto original “[...] no se trata de una actuación por particulares y organizaciones privadas a partir de una delegación de los poderes públicos, como se dá en otros supuestos más conocidos en la línea de la autoadministración.”

<sup>145</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 119.

que é desenvolvido por órgãos coletivos privados.”<sup>146</sup> A autorregulação se materializaria na criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, que passam a reger a atividade dos participantes submetidos à autorregulação; em outros casos, alcançaria ainda a fiscalização e supervisão do grupo de participantes.

Lançando luzes sobre essa questão, Vital Moreira esclarece que a autorregulação não é menos artificial do que a regulação estatal. Ela implica a formulação de normas e sua execução, de modo a condicionar a atividade dos agentes econômicos. “A diferença está em que ela compete aos próprios agentes econômicos, colectivamente organizados, que desse modo são, simultaneamente, autores e destinatários da regulação.”<sup>147</sup> Ela pode decorrer de auto-vinculação dos interessados, de forma voluntária, ou são impostas ou reconhecidas oficialmente pelo Estado e dotadas de poderes a ela atribuídos.

Diante do exposto, é possível afirmar que a autorregulação é caracterizada pelos seguintes elementos: (i) é a coordenação do mercado realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente por meio de entidades profissionais privadas; (ii) a sua materialização ocorre por meio da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, que passam a reger a atividade dos participantes submetidos à autorregulação; (iii) há a fiscalização e a eventual aplicação de sanções disciplinares pelas entidades profissionais privadas em relação aos seus membros; (iv) não existe interferência estatal na atividade de autorregulação, apesar de haver as modalidades desse instituto que são impostas ou reconhecidas oficialmente pelo Estado e dotadas, portanto, dos poderes que a ela forem atribuídos pelo Estado; e (v) existe a possibilidade de sua ocorrência por meio de autovinculação dos agentes econômicos, com base voluntária.

Fixadas as suas partes integrantes, é possível afirmar que a autorregulação do mercado de valores mobiliários é a modalidade de coordenação desse mercado realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente por meio de entidades profissionais privadas. Ela poderá ocorrer de maneira voluntária ou por poderes outorgados pelo Estado.

Por fim, cumpre desfazer mais um equívoco que é cometido pela doutrina com certa frequência. Para que haja autorregulação é necessária a organização dos agentes econômicos em entidades profissionais privadas. Ou seja, o fato de uma companhia individualmente adotar determinada conduta que não lhe seja imposta pela regulação, não pode ser

---

<sup>146</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p.9.

<sup>147</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 53

considerada autorregulação. Essa companhia poderá alterar esse padrão de conduta a qualquer momento, não incorrendo em qualquer descumprimento de obrigação legal ou contratual. Trata-se de uma autodisciplina, que foge aos limites da autorregulação que, após a adesão do agente econômico ou da outorga de poderes pelo Estado à entidade, passa a ser obrigatória.

Da mesma, não deve ser considerada autorregulação a possibilidade, criada por lei, de determinada pessoa jurídica adotar procedimentos, cuja especificidade deva ser por ela definida. Falta, nesse caso, o elemento da coletividade que caracteriza a autorregulação. Nesse sentido, podemos verificar um exemplo dado por Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos que não deve ser considerado como autorregulação:

Outro exemplo é o do art. 15 da Instrução CVM 306, de 1999, que, adicionalmente à segregação de atividades exigida dos administradores de carteira que exerçam outras atividades em mercado de capitais, requer a adoção de procedimentos operacionais que objetivem, entre outros, a definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa, a preservação de informações confidenciais, a implementação de programas de treinamento, a acesso restrito a arquivos e o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários.<sup>148</sup>

No caso acima citado, o Estado outorga aos administradores de carteira a competência para a definição dos procedimentos para o exercício da sua atividade. Entretanto, o referido agente econômico poderá alterar tais procedimentos, não havendo a imposição de um padrão comum no mercado a ser por ele respeitado (trata-se, mais uma vez, de autodisciplina, cujo fundamento nesse caso é legal). Caso alguma entidade autorreguladora definisse um padrão e o administrador de carteira a ele aderisse, estaríamos diante de autorregulação.

Portanto, autorregulação é uma das formas de coordenação do mercado - realizada em conjunto com a regulação e a coordenação pelo mercado - realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente em entidades profissionais privadas e que se materializa por meio da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, bem como pela fiscalização e a aplicação de sanções disciplinares aos seus membros. Ela pode ocorrer por meio de imposição ou reconhecimento oficial do Estado ou por meio de autovinculação dos agentes econômicos, com base voluntária.

---

<sup>148</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p. 31.

### 3.2. Modalidades de Autorregulação

Definido o conceito de autorregulação, é necessário verificar quais são as suas modalidades. A doutrina que reconhece ser a autorregulação a atividade de coordenação realizada por entidades profissionais privadas (tal como o conceito definido neste trabalho) apresenta algumas modalidades de autorregulação, que giram em torno de dois extremos: a sua imposição pelo Estado e a vinculação voluntária de seus membros. Há esquemas mais discriminados que outros, sem que haja, contudo, uma diferenciação do fundamento que ensejou a classificação.

Para W. D. Coleman<sup>149</sup> há três modalidades de autorregulação do mercado de valores mobiliários britânico:

(i) Autorregulação Pura – a sua formulação e implementação cabe às organizações profissionais privadas, sem qualquer interferência ou enquadramento legal;

(ii) Autorregulação Negociada – a sua formulação é negociada entre as organizações profissionais privadas e o Governo, mas a sua implementação fica a cargo exclusivo das organizações; e

(iii) Autorregulação Delegada – a sua formulação e implementação cabe às organizações profissionais privadas, mediante delegação formal das autoridades públicas e sob sua supervisão.

De outra forma, para Maria Mercè Darnaculleta i Gardella há 03 (três) formas de manifestação da “regulação pública da autorregulação”, quais sejam<sup>150</sup>:

---

<sup>149</sup> COLEMAN, W. D. Keeping the Shotgun Behind the Door: Governing the Securities Industry in Canada, the United Kingdom, and the United States apud MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 78.

<sup>150</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 24. Texto original: “regulación pública de la autorregulación”. A autora não faz referência à autorregulação decorrente da autovinculação dos membros de determinada entidade profissional privada. O motivo para isso é que em sua obra foi tratada apenas a autorregulação que possui alguma forma de interferência do Estado, motivo pelo qual ela restringiu o seu estudo à autorregulação regulada pelo Estado.

(i) Fomento da autorregulação – são utilizados estímulos para que a sociedade assuma a responsabilidade de minimizar os riscos que gera, podendo ter caráter positivo (v. g., ajudas econômicas) ou negativo (v. g., a ameaça de sanção);

(ii) Atribuição de Efeitos Públicos para a Autorregulação – consiste na atribuição de concretos efeitos públicos para a autorregulação, cuja gradação denotará o grau de confiança que o Estado nela deposita; e

(iii) Regulação Pública da Autorregulação – o Estado fixa os fins, os objetivos, os procedimentos de atuação e o estatuto jurídico que devem cumprir as estruturas de autorregulação. Há, portanto, uma aproximação da autorregulação para o regime público.

Em outro esquema, Vital Moreira identifica 05 (cinco) modelos, sendo 03 (três) modalidades para a autorregulação (privada, privada oficialmente reconhecida e pública); 01 (um) formato misto de regulação e autorregulação (co-regulação) e; 01 (um) modelo de autorregulação por meio de agência reguladora capturada<sup>151</sup>. Podemos sintetizar essa classificação da seguinte forma:

(i) Autorregulação Privada – processo pelo qual uma organização profissional privada estabelece e implementa normas e padrões relativos à conduta das empresas do setor. A sujeição é voluntária e as normas são editadas pela própria categoria interessada por meio de uma organização representativa. A sua validade ocorre entre os associados por meio de relação contratual;

(ii) Autorregulação Privada Oficialmente Reconhecida – possui inúmeras características comuns com a autorregulação privada, dentre as quais: a sua sujeição é voluntária, os organismos interessados possuem natureza privada e a validade das regras e procedimentos existe apenas entre os interessados. Ocorre que existe um reconhecimento público de que o sistema de autorregulação está integrado com a regulação estatal, ou seja, trata-se de uma modalidade de autorregulação por meio da qual um organismo profissional é munido de autoridade formal ou recebe a incumbência jurídica para regular os assuntos dessa atividade e impor padrões ou normas para a condução das suas atividades. Trata-se de uma

---

<sup>151</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 78 a 91.

forma de autorregulação fomentada pelo Estado, que pode ocorrer de três formas: (i) o Estado estabelece os procedimentos para a criação de normas, cujo conteúdo é de inteira responsabilidade das entidades privadas; (ii) o Estado estabelece os procedimentos para a criação de normas e certas diretivas, devendo o conteúdo ser elaborado por entidades privadas de acordo com essas diretrizes; e (iii) o Estado torna as normas de produção privada obrigatórias para todo o setor;

(iii) Autorregulação Pública – é exercida por organismos de representação profissionais dotados de estatuto jurídico-público. Assim, ela é legalmente estabelecida, possuindo esses organismos poderes típicos de autoridade pública (são exemplos as ordens profissionais);

(iv) Co-regulação – ocorre com a conjugação entre a regulação estatal e a autorregulação das entidades profissionais. Pode ocorrer de várias formas, ora tendendo para a regulação estatal e ora para a autorregulação; e

(v) Autorregulação por meio de Agência Reguladora Capturada – ocorre quando uma agência reguladora estatal está “presa” a uma profissão regulada, uma vez que a agência é apenas um instrumento dela. Ocorre, por exemplo, quando a agência é um organismo público (instituído por lei), mas os seus membros de direção devem ser escolhidos somente entre os profissionais.

Portanto, no esquema elaborado por Vital Moreira podemos observar três modalidades básicas de autorregulação: a realizada sem a intervenção do Estado; a realizada por imposição do Estado; e, uma intermediária, na qual a atuação do Estado pode ser bem distinta, ora reconhecendo a autorregulação, incentivando-a etc.

Diante do exposto, observa-se que o elemento de diferenciação existente entre essas modalidades é o grau de influência do Estado na autorregulação. Nesse sentido, Wolfgang Schulz e Thorsten Held adotam uma classificação mais simplificada, havendo duas modalidades de autorregulação denominadas de *self-regulation* e *co-regulation* (os autores informam outras expressões que são utilizadas pela doutrina)<sup>152</sup>, segundo as quais<sup>153</sup>:

---

<sup>152</sup> Os autores identificam os seguintes termos: *regulated self-regulation*, *co-regulation*, *audited self-regulation*, *self-regulation*, *enforced self-regulation* e *enforced voluntary regulation*. In SCHULZ,

(i) Self-Regulation – ocorre quando mecanismos sociais assumem os objetivos da regulação, sem que haja intervenção do Estado. Para os autores, ela pode ser intencional quando diferentes agentes econômicos concordam em observar regras e códigos de conduta concernentes as suas atividades ou espontânea quando não é fruto de específica intenção dos agentes econômicos, mas do próprio mercado; e

(ii) Co-Regulation ou Regulated Self-Regulation – ocorre quando a autorregulação é realizada por imposição ou reconhecimento do Estado.

Não parece correto, como já disposto neste trabalho, classificar a coordenação difusa realizada pelo mercado como autorregulação. Ela seria uma das formas de coordenação da economia (pelo mercado), diferente da regulação e da autorregulação. Entretanto, o restante da definição é muito útil e coincide com a classificação apresentada por Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos:

Do ponto de vista de sua origem existem dois grandes sistemas de auto-regulação: o de base voluntária (auto-regulação voluntária ou privada) e a que se exerce por imposição legal (auto-regulação de base legal ou pública). [...] a auto-regulação é privada (ou de base voluntária) quando os agentes a ela se submetem voluntariamente, por vínculo contratual normalmente manifestado pela adesão a uma determinada organização, cuja autoridade supervisora passa a ser reconhecida. Já na auto-regulação pública (ou de base-legal) a submissão do participante é coativa, sendo objeto de sanção estatal.<sup>154</sup>

Esse esquema é o mais adequado neste trabalho para a autorregulação. Há, portanto, duas modalidades: a autorregulação de base legal e a autorregulação de base voluntária, que podem ser assim classificadas:

(i) Autorregulação de Base Legal - é a autorregulação realizada por entidades profissionais privadas que estabelecem e implementam normas e padrões relativos a seus associados, mas existe alguma forma de interferência do Estado. De acordo com a forma de intervenção do Estado teremos duas espécies: a) Originária, ocorre quando há delegação

---

Wolfgang e HELD, Thorsten. *Regulated Self-Regulation as a Form of Modern Government*. Eastleigh: John Libbery Publishing, 2004, p. 7.

<sup>153</sup> SCHULZ, Wolfgang e HELD, Thorsten. *Op. cit.*, p. 7 a 9.

<sup>154</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.* p.11.

formal das autoridades públicas de poderes para as organizações profissionais privadas; e a b) Derivada, ocorre quando o Estado torna as normas de produção privada obrigatórias para determinado setor; e

(ii) Autorregulação de Base Voluntária – é a autorregulação denominada como pura por Coleman, privada por Vital Moreira ou *Self-Regulation*, por meio da qual entidades profissionais privadas estabelecem e implementam normas e padrões relativos a seus associados sem que haja interferência do Estado, sendo a sujeição voluntária e a relação contratual.

Esse também é o esquema adotado pela Comissão Europeia em seu Plano de Ação divulgado em 2.002 denominado *Simplifying and Improving the Regulatory Environment*, conforme informam Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos:

Autorregulação de base legal refere-se a um grande número de práticas, regras comuns, códigos de conduta e acordos voluntários que os atores econômicos, atores sociais, organizações não governamentais e grupos organizados estabelecem para eles em uma base voluntária em ordem para regular e organizar suas atividades. Ao contrário da autorregulação de base legal, a autorregulação de base voluntária não envolve um ato legislativo.<sup>155</sup>

Essa classificação é relevante, na medida em que a natureza jurídica da relação existente entre as entidades profissionais privadas e seus membros é diversa. Na autorregulação de base voluntária a relação é contratual, uma vez que depende da adesão voluntária dos membros da entidade. Portanto, essa relação está submetida às normas de regência do direito privado. Já a autorregulação de base legal é imposta ou reconhecida pelo Estado e goza de força vinculante em relação aqueles agentes econômicos definidos por lei. Ela está regida por normas de direito público, devendo ser observada de forma cogente pelos envolvidos.

Esse é o esquema adotado neste trabalho, e orientará os próximos capítulos, cujos temas são a Autorregulação de Base Legal e a Autorregulação de Base Voluntária. Serão

---

<sup>155</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.* p.11. Texto original: “Self-regulation concerns a large number of practices, common rules, codes of conduct and voluntary agreements which economic actors, social players, NGOs and organized groups establish themselves on a voluntary basis in order to regulate and organize their activities. Unlike co-regulation, self-regulation does not involve a legislative act.”

observados os efeitos de cada uma dessas modalidades de acordo com a apresentação de exemplos concretos existentes no mercado de valores mobiliários brasileiro.

### 3.3. Espaços e Limites da Autorregulação

Definido o conceito de autorregulação e as suas formas de manifestação, passaremos a verificar quais são os campos de desenvolvimento desse instituto e as suas vantagens.

Conforme já restou claro neste trabalho, a coordenação da economia por meio da autorregulação ocorre em conjunto com a regulação estatal e com a coordenação realizada pelo mercado. Não se propõe, portanto, a inexistência de regulação da economia. Muito pelo contrário, a regulação é a principal forma de coordenação da economia, sendo que a autorregulação deverá necessariamente existir em conjunto com ela. Nesse sentido, esclarece Vital Moreira:

A auto-regulação como modo prevalecente de coordenação global da economia pertence ao domínio da utopia. Mas não deixa de ser igualmente utópico o regresso às origens de uma economia automaticamente regulada pelo mercado ou a realização de uma economia inteiramente planejada pelo Estado. Hoje as economias são irreversivelmente mistas [...] sobretudo quanto aos seus mecanismos de regulação, conjugando o mercado, a regulação pública e a auto-regulação profissional.<sup>156</sup>

Nesse sentido, ressaltam Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos que “idealmente regulação e auto-regulação são complementares, e não apenas na medida em que, teoricamente, não faz sentido que o Estado e as entidades autorreguladoras despendam esforços para replicar suas atuações.”<sup>157</sup> A principal razão para uma atuação complementar, segundo eles, está nas diferentes vocações dos agentes público e privado. Um exemplo dessa diferença é o fato da autorregulação se amoldar melhor às rápidas transformações econômicas se comparada com a regulação, tendo em vista que aquela é mais flexível do que essa, pois prescinde de um processo legislativo em suas alterações.<sup>158</sup>

---

<sup>156</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 20.

<sup>157</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p.5.

<sup>158</sup> MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Crise e regulação dos mercados financeiros. A autorregulação regulada: uma possível resposta. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, volume 47. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, janeiro-março/2010, p. 23.

José Esteve Pardo, por sua vez, esclarece que “[...] para que cristalice en fórmulas efectivas y aceptables, la corriente de la autorregulación necesita de referencias jurídicas, con origen en ordenamientos e instituciones con la legitimación debida, que la encaucen y la orienten en su correcta dirección.”<sup>159</sup> Portanto, a autorregulação é estruturada com base na regulação estatal, não podendo ser contrária a ela. Por exemplo, a autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro depende da atuação da CVM no cumprimento de seus deveres, dentre os quais o de “fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, [...] bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados” (art. 8º, inciso III, da Lei 6.385/76). Ao atuar em cumprimento desses deveres, a CVM tenta promover o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, corrigindo as suas falhas e evitando os riscos sistêmicos<sup>160</sup>, o que possibilita o desenvolvimento da autorregulação.

Assim, é possível afirmar que o fortalecimento da autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro foi influenciado pela alteração da legislação societária (principalmente por meio da Lei 10.303/01) e a adequada intervenção da CVM (principalmente por meio de suas Instruções Normativas), que equiparam o Estado com os instrumentos necessários para o exercício da regulação. O Estado, inclusive, muitas vezes “exerce o importante papel de fornecer ao ente privado certas garantias institucionais e o

---

<sup>159</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 9.

<sup>160</sup> Não é objeto deste trabalho o estudo acerca das causas da regulação do mercado. De qualquer forma, vale mencionar a lição de Otavio Yazbek sobre esse assunto: “Verificou-se ao cabo que, em larga medida, a regulação financeira é uma prática destinada à administração de riscos decorrentes das atividades desenvolvidas no mercado financeiro e de capitais. Trata-se, evidentemente, de uma evolução das justificativas tradicionais da regulação estatal, relacionadas às chamadas falhas de mercado. Os riscos que se pretende administrar pela regulação estão relacionados, fundamentalmente, a duas daquelas falhas – as assimetrias informacionais (que refletem no plano das relações entre os agentes) e as externalidades (que se refletem na dimensão sistêmica das atividades financeiras). A regulação impõe, assim, tanto para a proteção dos agentes contra riscos em relação aos quais, de outra forma, eles não poderiam se proteger (e cuja presença tende a impedir o pleno desenvolvimento do mercado), quando para a proteção de terceiros e da sociedade como um todo, que, em caso do alastramento de uma crise ocorrida no sistema financeiro, seriam afetados. Tal reconhecimento permite a identificação das modalidades de regulação financeira hoje existentes e que, cada vez mais, vêm determinando a adoção de estruturas regulatórias ao redor do mundo (estruturas que eram, antes, relacionadas quase exclusivamente a processos históricos locais). Assim, há que se falar em uma regulação sistêmica (que geralmente incumbe aos bancos centrais e se corporifica na criação de uma “rede de proteção” para o mercado), em uma regulação de condutas (que também pode incumbir a outros reguladores especializados, consistindo, fundamentalmente, em regras e procedimentos negociais) e em uma regulação prudencial (que serve de suporte às outras duas, ao voltar-se para as instituições em si, sua estrutura, capacidade financeira etc.). *In* YASBEK, Otavio. *Op. cit.*, p. 281/282.

reconhecimento de sua autoridade, ou ainda lhe atribui certas responsabilidades”<sup>161</sup>, como ocorre na hipótese de autorregulação de base legal.

Mas quais deverão ser os campos de desenvolvimento da autorregulação? Partindo do pressuposto de que o objetivo principal da coordenação do mercado de valores mobiliários é a proteção da confiança dos agentes econômicos, é possível afirmar que a autorregulação possui vocação para coordenar os temas relacionados às atividades profissionais exercidas nesse mercado. O elemento profissional serve como fio condutor<sup>162</sup> das diversas manifestações da autorregulação existentes nesse sistema.

Para Newton de Lucca, são elementos do conceito de profissão: a atividade a serviço de outros, a conformidade com a vocação do profissional, a maneira estável e honrosa do seu desenvolvimento e um proceder ético comum<sup>163</sup>. De forma análoga, Maria Mercè Darnaculleta i Gardella define a atividade profissional e estabelece a sua relação com a autorregulação da seguinte forma:

[...] dito de outro modo, pode definir-se uma atividade como profissão quando concorrem nela uns conhecimentos técnicos compartilhados e uma concepção ética comum sobre os fins da atividade. Uma profissão em nesse sentido, ‘uma organização laboral humana capaz de autorregular-se’. A extensão desses conhecimentos técnicos e dessa concepção ética à prática profissional se produz, normalmente, através da autorregulação.<sup>164</sup>

Portanto, observa-se que a atividade profissional é caracterizada pela existência de técnica e ética comuns a um grupo de pessoas que exercem determinado ofício. A técnica pode ser conceituada como o “conjunto de procedimentos ligados a uma arte ou ciência”<sup>165</sup>, ou melhor, um conjunto de regras e procedimentos que se utiliza para seja obtido determinado fim.

<sup>161</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 120.

<sup>162</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 24.

<sup>163</sup> DE LUCCA, Newton. *Da Ética Geral à Ética Empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 227. Na definição desses elementos, o autor é influenciado pela obra de José Renato Nalini, *Ética Geral e Profissional*, 6ª ed. revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

<sup>164</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 67. Texto original: “[...] dicho de otro modo, puede definirse una actividad como profesión cuando concurren en ella unos conocimientos técnicos compartidos y una concepción ética común sobre los fines de la actividad. Una profesión es, en este sentido, ‘una organización laboral humana capaz de autorregularse’. La extensión de estos conocimientos técnicos y de esta concepción ética a la práctica profesional se produce, normalmente, a través de la autorregulación.”

<sup>165</sup> Dicionário HOUAISS da Língua Portuguesa. *Op. cit.*, p. 1821.

A técnica foi elencada por Aristóteles como uma das virtudes necessárias para que o homem atinja a verdade<sup>166</sup>. Para ele a técnica é a capacidade de produzir algo de forma racional, ou seja, não é algo essencialmente mecânico, pois possui propriedades intelectuais<sup>167</sup>. Observa-se, portanto, que o conceito de técnica não foi substancialmente alterado ao longo dos séculos.

A ética, por sua vez, possui inúmeros significados, conforme foi amplamente demonstrado pelo professor Newton de Lucca<sup>168</sup>. Para ele, apesar de diversas discussões semânticas, a ética pode ser definida da seguinte forma:

[...] (*a ética*) pode ser entendida – e assim há de ser considerada, com ligeiras e inevitáveis variações, ao longo do presente trabalho – como reflexão acerca da dimensão moral caracterizadora do ser humano, irreduzível a qualquer outra dimensão do homem, seja ela psicológica, social ou histórica. A ética é, enfim, ‘uma reflexão crítica e filosófica sobre a moral na procura daquilo que a caracteriza e a justifica.’<sup>169</sup>

Assim, a ética é uma reflexão crítica e filosófica sobre a moral. Já a moral faz parte integrante da vida quotidiana, uma vez que representa um conjunto de regras consideradas adequadas para o convívio em sociedade e, cujo cumprimento, é realizado geralmente de maneira espontânea<sup>170</sup>.

Para o presente trabalho, interessa a ética dos agentes econômicos relacionados ao mercado de valores mobiliários, ou melhor, a ética dos profissionais que atuam nesse sistema. Portanto, trata-se de uma ética de natureza profissional, a qual pode ser entendida como o conjunto de valores compartilhados por aqueles que exercem uma atividade semelhante. Em inúmeras situações, tais valores são traduzidos em regras de conteúdo ético-profissional, as quais orientam o comportamento desses profissionais. Essa é uma manifestação da autorregulação ética.

Tanto as questões técnicas, quanto às questões éticas, são de difícil penetração pela regulação estatal, conforme observou Maria Mercè Darnaculleta i Gardella:

---

<sup>166</sup> ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. São Paulo: Martin Claret, 2012, p. 119 e seguintes. Na tradução foi utilizado o termo “arte” para designar “techne”, o qual pode ser melhor traduzido como técnica.

<sup>167</sup> MOURA, Lucas de e AZAMBUJA, Celso Candido de. *O Conceito de técnica segundo Aristóteles*. Disponível em <[http://www.edipucrs.com.br/XISalaoIC/Ciencias\\_Humanas/Filosofia/83285-LUCASDEMOURA.pdf](http://www.edipucrs.com.br/XISalaoIC/Ciencias_Humanas/Filosofia/83285-LUCASDEMOURA.pdf)>.

<sup>168</sup> DE LUCCA, Newton. *Op. cit.*, p. 40 a 223.

<sup>169</sup> DE LUCCA, Newton. *Op. cit.*, p. 65.

<sup>170</sup> REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 42.

A articulação das profissões em torno de uns conhecimentos técnicos especializados, e a uma concepção ética comum acerca de sua função social, permite sustentar que a autorregulação que emerge de tais estruturas possui um elevado componente técnico – regras técnicas, normas técnicas, *lex artis*, protocolos de atuação, manuais de boas práticas, certificações técnicas – e/ou uma importante carga ética – códigos éticos, códigos de conduta, decisões de organismos de auto-controle. Isso explica que, naqueles âmbitos dominados por uma elevada complexidade técnica ou ética, o cumprimento dos expedientes de autorregulação facilite enormemente a execução do Direito. Reparar nesse dado permite às instâncias públicas suprir o persistente déficit de execução de suas decisões através da utilização instrumental da autorregulação.”<sup>171</sup>

Essa dificuldade de regulação da técnica e da ética pelo Estado ocorre por diferentes razões. Conforme já exposto no primeiro capítulo, o Estado não é capaz de coordenar por completo a atual sociedade, marcada por uma estrutura altamente complexa. No mercado de valores mobiliários observa-se uma evolução constante e acelerada dos serviços prestados, que exigem uma especialização cada vez maior dos técnicos envolvidos. O conhecimento técnico relacionado ao mercado está em poder de profissionais privados e, via de regra, não é compartilhado com o Estado. Logo, o Estado não possui o aparato necessário para coordenar essas questões de maneira adequada sem que haja a concomitante coordenação pela autorregulação.

Já a ética, entendida como uma reflexão sobre a moral, não está englobada pelo direito. Não pairam dúvidas de que há normas jurídicas que possuem conteúdo moral, mas o direito não esgota todas as regras morais. A ética profissional é um fenômeno que se desenvolve fora dos limites do direito e, portanto, da regulação (há, contudo, normas que incorporam esses valores).

Diferente da regulação estatal, a autorregulação possui vocação para atingir as questões profissionais, caracterizadas por seu conteúdo técnico e ético. A autorregulação é realizada pelos próprios profissionais dos setores envolvidos, sendo que essas pessoas, quando

---

<sup>171</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 25. Texto original: “La articulación de las profesiones en torno a unos conocimientos técnicos especializados, y a una concepción ética común acerca de su función social, permite sostener que la autorregulación que emerge de tales estructuras posee un elevado componente técnico – reglas técnicas, normas técnicas, *lex artis*, protocolos de actuación, manuales de buenas prácticas, certificaciones técnicas – y/o una importante carga de ética – código éticos, códigos de conducta, decisiones de organismos de autocontrol. Ello explica que, en aquellos ámbitos dominados por una elevada complejidad técnica o ética, el cumplimiento de los expedientes de autorregulación facilite enormemente la ejecución del Derecho. Reparar en este dato permite a las instancias públicas suplir el persistente déficit de ejecución de sus decisiones a través de la utilización instrumental de la autorregulación.” A autora completa: “Las reglas técnicas y las reglas éticas aplicables al ejercicio de determinadas actividades profesionales tampoco habían sido objeto de regulación jurídica” (p. 23).

unidas por meio de entidades profissionais privadas, estão melhor habilitadas a decidir como esses temas devem ser coordenados.

No tocante à imposição de princípios e normas de conteúdo ético, Nelson Eizirik afirma que a autorregulação estaria voltada para a institucionalização das práticas equitativas consagradas por seu uso no mercado. Assim, a “auto-regulação em seu funcionamento efetivo teria como questão básica o exame da justiça de determinadas práticas, ao invés de sua legalidade.”<sup>172</sup>

A autorregulação, inclusive, serve à própria renovação da percepção ética dos agentes econômicos, que é fundamental para a adequada manutenção do sistema. Somente a conjugação de padrões éticos elevados com uma supervisão atenta de autorreguladores e reguladores é capaz de reduzir os casos de má atuação e de fraude.<sup>173</sup>

O fato de a coordenação ser realizada pelos próprios profissionais cria o sentimento de confiança nos agentes do mercado, no sentido de crer que esses técnicos estão realizando essa atividade de maneira adequada. Essa confiança é explicada pela maior capacidade técnica dessas pessoas, sua especialização e profissionalização<sup>174</sup>. Para entender melhor essa questão, cumpre observar alguns aspectos da “Teoria dos Sistemas” de Niklas Luhmann.

De acordo com Luhmann, a complexidade da sociedade contemporânea tem como consequência a sua organização em vários subsistemas diferenciados funcionalmente. Cada subsistema possui a sua linguagem própria, as suas regras e os seus critérios éticos, o que caracteriza a sua racionalidade diversa da de outros subsistemas. A criação de novos subsistemas é contínua e tem como causa a complexidade de determinadas questões que não podem ser compreendidas em um subsistema já existente. Os subsistemas estabelecem relações entre si de acordo com a sua função.

Diante desse cenário, Maria Mercè Darnaculleta i Gardella aponta 03 (três) razões para o desenvolvimento da autorregulação na coordenação desses subsistemas em detrimento da regulação estatal, quais sejam:

(i) Conhecimento – os grupos, principalmente os profissionais, possuem o domínio direto das tecnologias que utilizam e conhecem as consequências de sua aplicação e os processos que devem ser aplicados para evitar os seus efeitos nocivos. Diante do

---

<sup>172</sup> EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 131.

<sup>173</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p. 35.

<sup>174</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 63.

desenvolvimento tecnológico, o Estado, muitas vezes, se mostra incapaz de controlar os riscos inerentes a essa evolução;

(ii) Autonomia – a crescente autonomia dos subsistemas cria uma barreira para a intervenção estatal, ao passo que há um incentivo crescente para a definição de padrões a serem seguidos por seus membros; e

(iii) Fronteira – vários subsistemas ultrapassam as fronteiras territoriais, demonstrando uma grande facilidade para articular-se em unidades mais amplas que compartilham funções similares. Assim, a autorregulação não está limitada, tal como o Estado, às fronteiras nacionais, podendo atingir uma escala global (como ocorre, por exemplo, com as regras contábeis denominadas *International Financial Reporting Standards* – IFRS).

Dessa forma, a autorregulação de temas de conteúdo profissional se mostra mais adequada do que a regulação. Essa, contudo, sempre deverá ter a possibilidade de fiscalização e revisão da autorregulação, com o objetivo de evitar distorções. Essa interação das formas de coordenação é a maneira ideal para a proteção da confiança dos agentes econômicos e, portanto, deve ser fomentada. Com ela, é possível atingir campos que a regulação nunca pretendeu atingir, conforme esclarece, mais uma vez, Maria Mercè Darnaculleta i Gardella:

[A autorregulação] se estendeu principalmente a parcelas da atividade privada que nunca, até hoje, haviam sido penetradas pelo Direito, nem por suas estruturas de execução. O Direito e a Administração não haviam interferido diretamente na determinação dos fins que devem cumprir as organizações empresariais – uns fins que encontram hoje com a noção de ‘responsabilidade social da empresa’ e com uma determinada concepção da ética aplicada – nem, nas questões relacionadas com a administração empresarial. Tampouco havia entrado a regular – pelos menos com o grau de detalhe que se considera necessário na atualidade – as regras técnicas aplicáveis à elaboração de produtos industriais, nem a definir as tecnologias que, aplicadas a uma concreta instalação industrial, podem minimizar os riscos contra o meio-ambiente. As regras técnicas e as regras ética aplicáveis ao exercício de determinadas atividades profissionais tampouco haviam sido objeto de regulação jurídica.<sup>175</sup>

---

<sup>175</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 22-23. Texto original: “[A autorregulação] se ha extendido principalmente a parcelas de la actividad privada que nunca, hasta hoy, habían sido penetradas por el Derecho no por sus estructuras de ejecución. El Derecho y la Administración no habían intervenido directamente en la determinación de los fines que deben cumplir las organizaciones empresariales – unos fines que entroncan hoy con la noción de ‘responsabilidad social de la empresa’ y con una determinada concepción de la ética aplicada – ni, en las cuestiones relacionadas con el *management* empresarial. Tampoco había entrado a regular – por lo menos no con

Dentre os espaços para o desenvolvimento da autorregulação, José Esteve Pardo destaca três que são por ele considerados “muito adequados”, quais sejam: “[...] em torno aos direitos fundamentais, da economia e o sistema financeiro, e da gestão de riscos de origem tecnológico, ainda que esse elemento tecnológico é consubstancial ao moderno conceito de risco”<sup>176</sup>. Adverte o autor que, mesmo nesses campos, “a entrada da autorregulação geralmente ocorre quando sobre eles se paira uma espessa neblina, muito própria do nosso tempo, que faz difícil a visão para os operadores e procedimentos jurídicos tradicionais: se trata da complexidade”<sup>177</sup>. Em relação ao mercado de capitais, observa o mestre espanhol:

Por outro lado, o sistema financeiro e de mercado de capitais está gerando mecanismos e fórmulas de autorregulação em torno, sobretudo, ao bom governo das companhias abertas. As agências governamentais independentes, por operar também nas zonas de contato entre Estado e sociedade, tendem a estar próximas às zonas de autorregulação: na qual agora nos encontramos se percebe a imediata proximidade da Comissão Nacional do Mercado de Valores, o que não impede que determinados aspectos se fiem à autorregulação.<sup>178</sup>

Atualmente, diante das características acima apresentadas, a generalidade dos mercados de valores mobiliários possui certa medida de autorregulação, chegando W. D.

---

el grado de detalle que se considera necesario en la actualidad – las reglas técnicas aplicables a la elaboración de productos industriales, ni a definir las tecnologías que, aplicadas a una concreta instalación industrial, pueden minimizar los riesgos contra el medio ambiente. Las reglas técnicas y las reglas éticas aplicables al ejercicio de determinadas actividades profesionales tampoco habían sido objeto de regulación jurídica.”

<sup>176</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 13. Texto original: “[...] en torno a los derechos fundamentales, el de la economía y el sistema financiero, y el de la gestión de riesgos de origen tecnológico, aunque este elemento tecnológico es consustancial al moderno concepto de riesgo”

<sup>177</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 13. Texto original: “la entrada de la autorregulación suele producirse cuando sobre ellos se cierne una niebla espesa, muy propia de nuestro tiempo, que hace difícil la visión para los operadores y procedimientos jurídicos tradicionales: se trata de la complejidad”.

<sup>178</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 14. Texto original: “Por otro lado, el sistema financiero y bursátil también está generando mecanismos y fórmulas de autorregulación en torno, sobre todo, al buen gobierno de las sociedades cotizadas. Las administraciones independientes, por operar también en las zonas de contacto entre Estado y sociedad, suelen estar próximas a las zonas de autorregulación: en la que ahora nos encontramos se percibe la inmediata cercanía de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, lo que no impide que determinados aspectos se fíen a la autorregulación.”

Coleman afirmar que “poucos setores da economia capitalista possuem uma tão extensa capacidade autorregulatória como os mercados de capitais”<sup>179</sup>.

Portanto, os espaços para o desenvolvimento da autorregulação são aqueles em que há um elemento profissional, caracterizado pela complexidade de ordem técnica e ética, nos quais é necessária a atuação dos profissionais para a definição das normas e padrões que deverão ser adotados. Eles possuem tais conhecimentos e, portanto, possuem maior legitimidade para definir tais padrões. O mercado de valores mobiliários é um sistema que congrega tais características, sendo um local propício para o desenvolvimento da autorregulação.

Mas, quais seriam os limites para a autorregulação? Sobre o assunto, Luciana Pires Dias afirmou em sua tese de mestrado:

Tendo em vista que os agentes farão normas que maximizem os resultados do grupo, não se pode esperar que tais normas sirvam à consecução de objetivos que fujam do interesse desse grupo. Assim, normas sociais resultantes de cooperação não servirão para promover a justiça distributiva em relação a terceiros fora do grupo ou para a consecução de outros fins que a sociedade em geral possa entender relevantes. Não se pode esperar, portanto, que as normas resultantes da cooperação prestem qualquer atenção dos interesses de membros que não sejam do grupo.<sup>180</sup>

Logo, para a autora, a coordenação do mercado por meio da autorregulação deve sofrer restrições naquelas situações em que a sua aplicação afete interesses de terceiros, estranhos ao grupo responsável pela sua formulação e aplicação.

Nesse sentido, a autora faz uma diferenciação entre normas simétricas e assimétricas, sendo que a diferença está ligada, respectivamente, à homogeneidade de interesses entre os afetados pela norma ou a falta dela. Caso todos os agentes econômicos estejam interessados em arcar com os custos e os benefícios de implementar regras a respeito de uma determinada questão que a todos interessa, haverá simetria de interesses, sendo esse um campo fértil para o desenvolvimento da autorregulação. Para ela, a autorregulação parece ser mais adequada para a elaboração e a execução das normas com características simétricas, mas pouco eficiente para normas assimétricas.<sup>181</sup>

---

<sup>179</sup> COLEMAN, W. D. Keeping the Shotgun Behind the Door: Governing the Securities Industry in Canada, the United Kingdom, and the United States apud MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 86.

<sup>180</sup> DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2005, p. 131.

<sup>181</sup> DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2005, p. 160. A autora continua

Está correta a autora paulista. Conforme já foi exposto, a autorregulação se manifesta em subsistemas sociais, cujos membros e interesses são semelhantes. O fio condutor de seu surgimento é o elemento profissional. Nesse sentido, ela possui vocação para coordenar as questões de grupos de interesses semelhantes (profissionais), uma vez que são os próprios afetados que estabelecem as regras. Tais pessoas possuem maior legitimidade, capacidade técnica e sensibilidade ética para realizar essa coordenação, e devem exercer essa atividade por meio de entidades privadas que os congregam. Esse esquema proporciona a proteção da confiança dos agentes econômicos (os argumentos já foram indicados).

Entretanto, a autorregulação apresenta uma séria de dificuldades na coordenação de questões quando os envolvidos possuem interesses divergentes. Nesse sentido, Vital Moreira<sup>182</sup> apresenta várias hipóteses indesejadas que poderão ser oriundas da autorregulação, quais sejam:

(i) O desvio da função autorreguladora em proveito próprio, com o risco de consolidação de privilégios profissionais e de livre curso ao espírito corporativista, em prejuízo de terceiros;

(ii) O risco de criação de oligarquias profissionais, em benefício de pequenas minorias e em prejuízo da generalidade dos membros da profissão;

(iii) A irresponsabilidade democrática externa das entidades profissionais privadas e a dificuldade de controle governamental sobre eles;

(iv) As tendências corporativistas para transformar a autorregulação em meio de restrição ao acesso à profissão e de limitações à concorrência, em prejuízo, sobretudo, dos consumidores;

(v) As dificuldades das entidades profissionais privadas imponham aos seus membros restrições dispendiosas em favor do interesse geral ou dos consumidores;

---

em seu texto: “Todavia, grandes falhas da auto-regulação ocorrem reiteradamente em relação a regras que visam atingir efeitos distributivos no mercado de valores mobiliários. Essas regras são também chamadas assimétricas. Uma das possíveis causas da incapacidade da auto-regulação de lidar com regras distributivas parece ser o fato de que parte substancial dos custos de não-aplicação ou de inexistência dessas normas sejam arcados por um participante que não é membro da entidade reguladora – por exemplo, custos que sejam arcados pelos investidores ou por companhias emissoras. Nesses casos, a regulação estatal seria o meio mais eficiente de intervir na atividade econômica.”.

<sup>182</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 94 e 95.

(vi) A transformação da autodisciplina profissional em autorresponsabilização profissional, visto que os fiscalizados são simultaneamente os fiscalizadores; e

(vii) A cristalização e fomento de privilégios sociais e ‘interesses estabelecidos’, dado que os interesses mais poderosos são aqueles que mais facilmente tem acesso à prerrogativa da autorregulação.

Dos exemplos acima dispostos, observa-se que a assimetria de interesses poderá ocorrer em dois planos: dentro do próprio subsistema (v. g., a existência de oligarquias profissionais) ou no contato existente entre subsistemas (v. g., as dificuldades de serem impostas limitações dispendiosas aos membros de um determinado subsistema, que beneficiam a coletividade). O primeiro plano de assimetrias ocorre pela possibilidade de existirem diferenças de interesses dentro desse subsistema, apesar de os membros compartilharem uma mesma profissão. Já no segundo plano, tais situações ocorrem por uma dualidade inerente a toda estrutura de autorregulação profissional, a qual foi descrita por Vital Moreira da seguinte forma:

[...] enquanto organismos corporativos, elas (*as entidades profissionais privadas*) visam a satisfação dos interesses específicos dos seus associados; enquanto organismos públicos, elas devem prosseguir o interesse público. Daí decorre uma dupla responsabilização: perante a sua base pessoal e perante o público.<sup>183</sup>

Diante do exposto acima, a autorregulação é adequada para a coordenação de questões profissionais, cujas características são a complexidade técnica e ética, sendo o mercado de valores mobiliários um campo fértil para a sua ocorrência. Entretanto, a sua aplicação possui limitações em situações que envolvam grupos ou interesses divergentes. Nessas hipóteses, a regulação deverá restringir a autorregulação, com o objetivo de prevenir a ocorrência de conflitos de interesses, bem como intervir sempre que ocorram distorções. A adequada interação entre a regulação e a autorregulação, de acordo com as suas vocações, será o modelo adequado para a proteção da confiança dos agentes econômicos no mercado de valores mobiliários brasileiro.

---

<sup>183</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 94 e 95. Quando o autor se refere a “organismos públicos” ele quer dizer que tais entidades exercem função pública. Isso será verificado no próximo capítulo, no tópico referente às bolsas de valores e as de mercadorias e futuros.

### 3.4. Vantagens da adoção da Autorregulação

Com relação às vantagens para a adoção da autorregulação, Vital Moreira afirma que as principais “são a maior eficiência, maior flexibilidade, e maior economia”<sup>184</sup>. A eficiência ocorre na medida em que os autorreguladores possuem maior legitimidade e conhecimento e sensibilidade para coordenar as questões profissionais, tendo em vista que os reguladores são os próprios regulados. Além disso, as suas eventuais alterações são mais fáceis, pois não precisam se submeter à burocracia estatal, e há uma redução de despesas do Estado, uma vez que as próprias entidades privadas arcam com os ônus da autorregulação.

Há também uma vantagem importante ressaltada por Luciana Dias, segundo a qual a adoção voluntária de regras mais restritas diminui as pressões sociais para a adoção de regulação estatal, que poderia significar uma restrição à liberdade dos agentes econômicos<sup>185</sup>. Ademais, segundo a autora, a autorregulação poderá melhorar a reputação das entidades profissionais privadas (o que lhes confere maior credibilidade e pode significar o aumento de suas relações comerciais) e há certos mercados que tem características que estimulam a associação de seus agentes (são mercados em que é marcante a cooperação entre os agentes econômicos).<sup>186</sup>

Para Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, a autorregulação vem sendo apontada como a forma mais eficiente de controle da atividade desempenhada pelas instituições intermediárias no âmbito do mercado de valores mobiliários, na medida em que elas são “elaboradas pelos próprios membros do mercado, a partir de sua experiência concreta no desenvolvimento dos negócios, tornando-as mais flexíveis e de mais fácil adequação às mudanças das circunstâncias do mercado”<sup>187</sup>. Ademais, afirmam os autores, que a participação dos agentes econômicos na definição das normas leva à maior eficácia da autorregulação, derivada da aceitação e observância menos litigiosa.

A CVM, inclusive, reconheceu as vantagens da autorregulação em texto intitulado “Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios”, segundo o qual:

---

<sup>184</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 91.

<sup>185</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 123.

<sup>186</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 124.

<sup>187</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 214.

[...] uma entidade auto-reguladora, pela sua proximidade das atividades de mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior presteza e a custos moderados. A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo-se a necessidade de intervenção do órgão regulador.<sup>188</sup>

Basicamente, podemos afirmar que as vantagens da autorregulação, para o Estado, sociedade e agentes econômicos, conforme o caso, são as seguintes:

- (i) A redução do custo da regulação;
- (ii) A redução da regulação estatal direta que poderia afetar a liberdade e a autonomia econômico-profissional;
- (iii) A maior coordenação de questões técnicas e éticas, que ficavam à margem da regulação;
- (iv) A maior flexibilidade e mutabilidade em relação às mudanças ocorridas;
- (v) A substituição das sanções penais pela autodisciplina profissional (que geralmente é mais adequada e eficaz);
- (vi) Melhores respostas em relação à complexidade e incerteza existentes no mercado de valores mobiliários;
- (vii) O estabelecimento de padrões técnicos e éticos adequados ao desenvolvimento das profissões;
- (viii) O fortalecimento das entidades profissionais privadas; e
- (ix) A melhoria da imagem da profissão e capacitação dos profissionais.

---

<sup>188</sup> CVM, Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios *apud* VERGARA, Henrique de Rezende. Aspectos da Desmutualização das Bolsas. *Direito Societário: Desafios Atuais*, Coord. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 311.

Todas essas vantagens são importantes, mas vale aqui a menção ao ensinamento de Maria Mercè Darnaculleta i Gardella, que coloca em relevo a possibilidade de coordenação de questões técnicas e éticas que ficavam à margem da regulação:

[...] o Estado está imerso, na atualidade, em um processo de reformulação de seus pressupostos. Aparentemente, se trata de um processo de crise e debilitação do Estado, propiciado pela redução de sua soberania, pelo estancamento de seu volume organizativo e, por isso, âmbitos nos quais é possível sua intervenção direta, assim como pela redução de sua capacidade de atuação, que se manifesta, em numerosas ocasiões, no persistente déficit de execução de suas decisões. Paralelamente se observa um notável reforço da capacidade organizativa da sociedade, um aumento de sua capacidade de influência sobre o Estado, assim como uma notável proliferação de manifestações autorreguladoras que tendem a cobrir aqueles espaços dominados anteriormente por uma intervenção estatal ou, simplesmente, aquelas parcelas de interesses público, tradicionalmente livres de qualquer intervenção. Dada esta tendência, contudo, o Estado não permanece indiferente. Sobre um aparente retrocesso na intervenção pública, a Administração se situa em uma posição de liderança da autorregulação, ao tempo que o legislador se preocupa por regular os objetivos, os conteúdos e os procedimentos necessários para garantir que aquela (*autorregulação*) sirva com efetividade a concretos fins públicos.<sup>189</sup>

Portanto, a autorregulação possui como uma de suas vantagens a vocação para coordenar questões que o Estado, por meio da regulação, nunca conseguiu atingir. Por meio da adequada interação entre essas duas formas de coordenação, é possível autorregular esses temas profissionais, ao passo que a regulação deverá intervir para evitar distorções e excessos praticados pelas entidades autorreguladoras. É importante aplicar a autorregulação naqueles espaços a ela adequados, consoante o tratado no tópico anterior, o que poderá acarretar em inúmeros benefícios para os autorregulados, o Estado e a sociedade.

---

<sup>189</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 22. Texto original: “[...] el Estado está inmerso, en la actualidad, en un proceso de reformulación de sus presupuestos. Aparentemente, se trata de un proceso de crisis y debilitamiento del Estado, propiciado por la reducción de su soberanía, por el estancamiento de su volumen organizativo y, por ende, ámbitos en los que es posible su intervención directa, así como por la reducción de su capacidad de actuación, que se manifiesta, en numerosas ocasiones, en el persistente déficit de ejecución de sus decisiones. Paralelamente, se observa un notable reforzamiento de la capacidad organizativa de la sociedad, un aumento de su capacidad de influencia sobre el Estado, así como una notable proliferación de manifestaciones autorregulativas que tienden a cubrir aquellos espacios dominados anteriormente por una intervención estatal o, simplemente, aquellas parcelas de interés público tradicionalmente libres de cualquier intervención. Ante esta tendencia, sin embargo, el Estado no permanece indiferente. Bajo un aparente retroceso en la intervención pública, la Administración se sitúa en una posición de atalaya de la autorregulación, al tiempo que el legislador se preocupa por regular los objetivos, los contenidos y los procedimientos necesarios para garantizar que aquélla sirva con efectividad a concretos fines públicos.

### 3.5 As *Soft Laws*

Resta, por fim, investigar o instituto das *soft laws* (ou direito flexível) e verificar se ele está compreendido pelo conceito de autorregulação. Esse instituto, que possui grande aplicação no Direito Internacional Público, refere-se a instrumentos que não são de observância obrigatória, diferentes, portanto, das chamadas *hard laws*. O termo não indica a ausência de normas, mas a existência de regras de menor intensidade<sup>190</sup>, pois lhe falta o elemento da coercibilidade.

Consoante ensina Guido Fernando Silva Soares, as denominações das normas que integram o conceito de *soft law* são variadas, sendo utilizado, por exemplo: “*non binding agreements, gentlemen’s agreements*, códigos de conduta, memorandos, declaração conjunta, declaração de princípios, ata final e até mesmo apelações, mais comumente reservadas aos tratados e convenções internacionais, como: acordos e protocolos.”<sup>191</sup>

Esse instituto é cada vez mais utilizado no mercado de valores mobiliários brasileiro, sendo o melhor exemplo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Diferente dos códigos descritos no Capítulo 5 deste trabalho (que são elaborados por associações profissionais e de cumprimento obrigatório por aqueles que a eles se submetem), o código do IBGC não possui caráter vinculativo, sendo apenas um conjunto de práticas recomendadas de governança corporativa para todas as sociedades brasileiras, independente do tipo societário adotado. O referido código trata de inúmeros tópicos, dentre os quais: (i) acordos entre os sócios; (ii) assembleias ou reuniões de sócios; (iii) alienação de ações; (iv) conselho de administração; (v) gestão da sociedade; (vi) auditoria, dentre outros.

Diante das características acima dispostas, não é possível enquadrar as *soft laws* no conceito de autorregulação proposto neste trabalho. Isso porque para que haja autorregulação é necessário que os agentes econômicos, organizados coletivamente, estabeleçam normas de conduta que deverão ser por eles observadas, havendo a obrigatoriedade de seu cumprimento,

---

<sup>190</sup> ROSA, Luis Fernando Franceschini da. *Emergência dos Standards de Regulação Financeira e as Transformações do Sistema Financeiro Internacional*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2003, p. 176.

<sup>191</sup> SOARES, Guido Fernando Silva. *Curso de Direito Internacional Público*. São Paulo: Atlas, 2002. P. 138.

sob pena da aplicação de advertências, multas etc. Isso não ocorre com as *soft laws*, que possuem a natureza de recomendações, sem caráter vinculativo.

Nesse sentido, Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos também excluem do conceito de autorregulação as *soft law*:

Não se deve confundir a auto-regulação com outro conjunto de normas que tem se tornado muito comum, e sido denominada mais frequentemente *soft law*, para representar recomendações e manuais de conduta editados seja por instituições privadas (como os códigos de governança corporativa existentes em diversas jurisdições) ou públicas (como o manual de melhores práticas de governança corporativa publicado em 2000 pela CVM). Tais documentos não são de cumprimento obrigatório, ao contrário do que acontece com normas de autoregulação, sejam de base legal, seja voluntária.<sup>192</sup>

Portanto, as *soft laws* não estão compreendidas no conceito de autorregulação, o que não retira a sua importância em termos de recomendação de boas práticas que devem ser seguidas pelos agentes econômicos.

---

<sup>192</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.* p.9.

## **SEÇÃO 2 – EXEMPLOS DE AUTORREGULAÇÃO**

### **4. A AUTORREGULAÇÃO DE BASE LEGAL**

A autorregulação será de base legal quando, apesar de ser realizada por entidades profissionais privadas (fora do âmbito da administração pública), ela for oriunda de delegação de poder estatal ou do reconhecimento do Estado, hipótese na qual os seus efeitos são estendidos a um determinado grupo de pessoas. Ou seja, ela será de base legal quando houver delegação formal de poderes pelas autoridades públicas para as entidades profissionais privadas ou o reconhecimento pelo Estado de normas ou padrões estabelecidos por essas entidades e que passam a ser obrigatórios para determinado setor.

Nessas hipóteses, como se verá, tais reguladores privados assumem funções verdadeiramente públicas, motivo pelo qual é atribuída a eles a obrigação da persecução do interesse público.<sup>193</sup> Quanto mais forte for a natureza pública da atividade exercida por essa entidade privada, maior será a ingerência do Estado em suas atividades e organização.

A seguir serão apresentados dois tipos de autorregulação de base legal originários (a primeira por delegação legal e a segunda por meio de convênios entre a CVM e entidades profissionais privadas) e um tipo de autorregulação de base legal derivada (as certificações privadas que são exigidas pela CVM para o exercício de determinadas atividades).

#### **4.1.As Bolsas de Valores e as Bolsas de Mercadorias e Futuros**

As bolsas de valores mobiliários e as de mercadorias possuem origem remota nas reuniões de comerciantes realizadas na era medieval<sup>194</sup>, em determinado local e horário, que, no decorrer de suas próprias práticas de negociação estabeleceram determinadas regras de comportamento e de autoproteção do grupo<sup>195</sup>. Com o passar do tempo, os comerciantes

---

<sup>193</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 121.

<sup>194</sup> Segundo Ary Oswaldo Mattos Filho “as bolsas são herdeiras diretas das feiras medievais”. In A Natureza Jurídica das atividades das Bolsas de Valores. *Revista de Administração de Empresas*, n. 26. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, janeiro-março/1986, p. 6.

<sup>195</sup> WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 6.

passaram a se organizar por intermédio de entidades privadas, cujo objetivo era o de facilitar os negócios de compra e venda de títulos ou mercadorias e garantir a confiança dos comerciantes no cumprimento das obrigações assumidas. Para Henrique de Rezende Vergara, as bolsas de valores facilitam a realização das transações com os ativos admitidos à negociação<sup>196</sup>, uma vez que:

Ao prover um ambiente organizado para a negociação, as bolsas atuam como um centro de confluência entre tomadores e doadores de recursos (mercado primário), e de compradores e vendedores de ativos financeiros (mercado secundário), assegurando a continuidade do processo de formação de preços e a transparência sobre os negócios realizados em seus ambientes. Dessa forma, as bolsas facilitam a realização das transações com os ativos admitidos à negociação, concentrando a oferta e a procura, garantindo maior liquidez para tais ativos e otimizando a utilização dos recursos de capital no mercado de valores mobiliários.<sup>197</sup>

É possível afirmar que as bolsas desde o seu nascedouro possuíam uma dupla função<sup>198</sup>:

(i) a de fornecer um local ou sistema adequado para que seus membros pudessem efetivar transações de títulos ou mercadorias, bem como estabelecer sistemas de negociação que propiciassem a marcação de preços e a liquidez para esses ativos; e

(ii) a de preservar elevados padrões éticos de negociação para os seus membros, baixando normas, fiscalizando o seu cumprimento e aplicando as sanções cabíveis, no exercício de suas funções de entidades autorreguladoras.

---

<sup>196</sup> Sob influência da corrente do *Law & Economics*, Walfrido Jorge Warde Júnior afirma que “[...] as bolsas de valores surgiram do interesse dos operadores de se organizarem, no mercado de capitais, como forma de diminuir os custos de transação, especialmente aqueles custos associados ao acesso às ofertas (com o fim de negociar o melhor preço), ao monitoramento das trocas econômicas, à formalização jurídica e execução (liquidação) dos negócios, à autenticidade dos ativos, à informação sobre os emitentes desses ativos e sobre a maior ou menor probabilidade de serem satisfeitos os direitos subjetivos neles contidos, e assim por diante.” WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. A Desmutualização das Bolsas de Valores e os Novos Desafios da Regulação dos Mercados de Capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 144. São Paulo: Malheiros Editores, outubro-dezembro/2006, p. 129 e 130.

<sup>197</sup> VERGARA, Henrique de Rezende. Aspectos da Desmutualização das Bolsas. *Direito Societário: Desafios Atuais*, Coord. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 302.

<sup>198</sup> WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 5.

Dessa forma, observa-se que desde o seu surgimento um dos objetivos das bolsas é a autorregulação de seus membros e das transações nela realizadas, sendo originado esse poder, na maioria das vezes, da adesão Dops comerciantes aos seus estatutos. Conforme exposto na primeira seção deste trabalho, a autorregulação tem lugar na coordenação de temas profissionais, sendo que essa união de comerciantes para a realização da sua atividade econômica de compra e venda de mercadorias possuía os elementos necessários para o seu surgimento. Não é por menos que desde o início os comerciantes buscaram autorregular as suas atividades e autoprotoger os interesses do grupo.

Há, todavia, outras formas de surgimento das bolsas, as quais são discriminadas por Ary Oswaldo Mattos Filho em 03 (três) modelos, que variam de acordo com o grau de intervenção do Estado<sup>199</sup>:

(i) Liberal – não há interferência governamental na criação das bolsas de valores e nos negócios nela desenvolvidos. A atividade do Estado se manifesta de forma extremamente discreta, e assim mesmo por acordo de mútua conveniência entre o mercado e o governo. É o modelo da Inglaterra;

(ii) Autorização Administrativa do Estado – as bolsas se formam pela livre vontade de seus associados, mas dependem, para o seu funcionamento, de prévia autorização do Estado. Assim, as bolsas são entidades privadas, mas que se submetem à supervisão do Estado que lhes autorizou o funcionamento e delegou<sup>200</sup> os poderes necessários para fiscalização dos seus membros e das operações nela realizadas. É o modelo adotado pelo Brasil e pelos Estados Unidos da América<sup>201</sup>; e

---

<sup>199</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. cit.*, p. 6.

<sup>200</sup> Para Ary Oswaldo Mattos Filho não há delegação de poderes, mas uma “atividade privada que é por ele (*Estado*) fiscalizada”, tendo em vista que o Estado não poderia delegar os serviços prestados pelas bolsas, pois não possui a autorização constitucional necessária para o exercício de tais atividades. In *A Natureza Jurídica das atividades das Bolsas de Valores. Revista de Administração de Empresas*, n. 26. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, janeiro-março/1986, p. 6 a 12. Neste trabalho não é adotado esse posicionamento, tendo em vista que a função de autorregulação das bolsas possui natureza de função pública e, por isso, é dotada de prerrogativas dispostas em lei.

<sup>201</sup> Para Adam C. Pritchard, o exercício da autorregulação pelas bolsas de valores norte-americanas foi prejudicado pela legislação adotada nos Estados Unidos da América, após a crise de 1.929, que outorgou à SEC – Securities and Exchange Commission grande parcela de poder regulatório: “The United States has the regulatory scheme it does because of political choices that were made in the wake of the market crash of October 1929. Franklin Delano Roosevelt campaigned for, and Congress adopted, the Exchange Act of 1934 to punish the New York Stock Exchange for its perceived role in “causing” the depression that followed. The choices made then have led the United States to the point

(iii) Criação por Lei – as bolsas são criadas por lei. Nessa hipótese, a bolsa é uma extensão indireta do Estado ou, por vezes, o próprio Estado exercendo diretamente as funções intermediadoras. É o modelo adotado na Dinamarca em 1972<sup>202</sup>.

As bolsas brasileiras surgiram no século XIX, época na qual dependiam de lei<sup>203</sup> para sua criação e os corretores que nela atuavam necessitavam de patente outorgada pelo Estado<sup>204</sup>. As bolsas brasileiras, entretanto, mesmo sendo criadas por lei, nunca fizeram parte da administração pública, conservando a sua natureza privada desde a sua criação.

A Lei 6.385/76 instituiu o atual regime do mercado de valores mobiliários brasileiro, no qual é mantida a natureza privada das bolsas<sup>205</sup>. O texto originário da referida lei

---

where regulation by the exchanges is done largely at the behest of the sec. We cannot know what an autonomous scheme of self-regulation would look like in the United States securities markets today because that possibility was extinguished in 1934. Government regulation is far too entrenched in the United States for self-regulation to be a likely alternative today. PRITCHARD Adam C. *Self-Regulation and Securities Markets*. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=318939](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318939)>. p.35.

<sup>202</sup> WALD, Arnaldo e EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 6.

<sup>203</sup> “Em 1948, foi constituída a Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte, que pode ser considerado o embrião da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. A Junta, subordinada ao Ministério da Justiça, foi dotada de maior autonomia quando transformada em Câmara Sindical dos Corretores de Fundos Públicos, em 1897, já então sob a supervisão do Ministério da Fazenda. [...] O aspecto corporativo da Câmara Sindical, que então correspondia à atual Bolsa de Valores, foi salientado pela doutrina, que chegou a caracterizá-la como verdadeiro Tribunal de Honra (*Ehrengericht*) parecido com os criados na Alemanha, pela Lei de 1896, a fim de julgar os atos incompatíveis com a honra, ou com a confiança que os corretores devem merecer dos clientes.” In WALD, Arnaldo e EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 12 e 13.

<sup>204</sup> De acordo com artigo clássico de Ary Oswaldo Mattos Filho sobre o tema, “[...] os Corretores, que eram livres no exercício de suas profissões, passaram a necessitar, ato seguinte, da patente; o seu número passa a ser objeto de regulação; a legislação destina lugar específico para a intermediação de fundos públicos; e, finalmente, a Bolsa é tida como órgão auxiliar do governo. A qualificação das Bolsas como órgãos é criticável pela maneira apressada e ligeira com que a legislação assim as definiu, já que as Bolsas e os Corretores não realizaram uma tarefa inerente ao Estado, não exercendo suas funções por delegação deste, as quais, inclusive, a ele não pertencem, mas são pelo Estado fiscalizadas e regradadas. As Bolsas de Valores, muito embora criadas por lei, não cresceram como órgãos da administração direta como se verifica na legislação mencionada; elas foram regradadas como foram os Tabeliães de Notas. Pelo mesmo motivo elas não foram consideradas autarquias, isto é, quer pela falta de lei criadora do vínculo, quer porque os empregados das Bolsas não eram mantidos direta ou indiretamente pelos Estados ou pela União, quer, ainda, porque os representantes das Bolsas, que eram os Síndicos, eram eleitos só por seus pares, agindo sem subordinação hierárquica face ao governo e demais autoridades constituídas. Assim, por falta de caracterização, as Bolsas foram consideradas como “entidades particulares”, ou como “corporações” e “entidades de Direito Privado”. In MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. cit.*, p. 12 e 13.

<sup>205</sup> Consoante afirma Luiz Eduardo Martins Ferreira, “até 1964, a Bolsa de Valores no Brasil era constituída sob a forma de Câmara Sindical, que era a reunião dos Corretores Oficiais de Fundos Públicos, pessoas físicas que, em caráter vitalício, detinham a exclusividade de intermediar as operações realizadas na bolsa, assim como as operações de câmbio.” In *As Bolsas de Valores no*

estabelecia no parágrafo único, do artigo 17, que “às bolsas de valores incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas”.

Assim, a lei delegou função pública<sup>206</sup> de fiscalização de seus membros e das operações nelas realizadas às bolsas de valores, as quais possuem natureza de entidade privada. A função é pública, pois em sua prestação existem “prerrogativas de soberania e restrições especiais instituídas pelo Estado em favor de interesses que houver definidos como próprios no sistema normativo.”<sup>207</sup> Para Celso Antônio Bandeira de Mello:

Em suma: a Lei 6.385/76 cometeu às Bolsas de Valores a missão de fiscalizar a correção, o ajuste, das operações concernentes a valores mobiliários nela negociados, aos padrões legais. Esta é manifestamente uma atividade pública administrativa, irrogada de modo tão insistente e explícito às Bolsas que, ao serem enunciadas no art. 8º competências da CVM, deixou-se estampado que o ali disposto não excluía as competências das Bolsas de Valores ‘com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nela negociados’ (§ 1º, do art. 8º).<sup>208</sup>

Em sentido análogo, Fabio Konder Comparato afirma que “a fiscalização das operações realizadas dentro da bolsa já apresenta características de autêntico poder

---

Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 86. São Paulo: Revista dos Tribunais, abril-junho/1992, p. 45.

<sup>206</sup> Há na doutrina uma discussão se as bolsas exercem serviço público ou se possuem função pública. Para Celso Antonio Bandeira de Mello “nada obstante sejam as Bolsas de Valores criadas sob a forma de Direito Privado e tenham seu nascimento societário impulsionado pela vontade dos particulares, o fato é que só podem ser ‘Bolsas de Valores’ enquanto delegadas de função pública”. In *Natureza Jurídica das Bolsas de Valores. Revista de Direito Público*, n. 81. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1987, p. 221. Já para Fábio Konder Comparato “as bolsas de valores, em nosso sistema de mercado de capitais, exercem autêntico serviço público. [...] Sob três ângulos diferentes, mas complementares, costuma ser reconhecida a existência de um serviço público. Sob o aspecto estrutural ou orgânico, reconhece-se que existe serviço público toda vez que o órgão executor ou agente é estatal, esteja ele ou não localizado no campo da Administração direta. Formalmente, a qualidade de serviço público é marcada pelo fato de que ele se desenvolve com as prerrogativas do Poder Público, notadamente o poder de polícia. Finalmente, é considerado público o serviço que tende à realização de um interesse público, assim entendido o que diz respeito a todos, em igualdade de condições, sem poder ser apropriado por ninguém em particular.” Por fim, o autor conclui que o primeiro requisito foi relativizado, pois no “[...] direito moderno já não exige que a gestão de um serviço público seja feito por um órgão da Administração Pública.” *Op. cit.*, p. 47 a 49. Neste trabalho será adotado o entendimento de que as bolsas exercem função pública e não serviço público. Da mesma forma como asseveraram Arnoldo Wald e Nelson Eizirik entende-se que “em sentido técnico, a Bolsa não constitui um serviço público, mas uma entidade de cooperação com o Poder Público. Se, todavia, quisermos dar à expressão ‘serviço público’ um conceito amplo, desvinculado do direito administrativo, podemos afirmar que, pelas suas finalidades, exercem um serviço público, ou equiparado ao mesmo, tanto as Bolsas, como as instituições financeiras privadas em geral, as universidades particulares, os hospitais privados etc.” In WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 16.

<sup>207</sup> BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Op. cit.*, p. 217.

<sup>208</sup> BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Op. cit.*, p. 219.

administrativo de polícia, no sentido técnico da expressão [...] (poder normativo de polícia)”<sup>209</sup>. Dessa forma, no direito brasileiro, as bolsas de valores são entidades privadas que exercem as funções públicas de fiscalização de seus membros e das operações nela realizadas por meio de poder de polícia delegado e, portanto, cumprem as suas funções instrumentadas em prerrogativas de autoridade. Ao lado dessa função pública de autorregulação, as bolsas exercem outras funções próprias, sem qualquer interferência das autoridades administrativas<sup>210</sup>.

Para Otavio Yazbek, “quanto ao mercado de capitais, a competência geral para a regulação de condutas cabe à CVM e, no plano da auto-regulação, às bolsas de valores e de mercadorias e futuros”<sup>211</sup>. Esse entendimento, conforme já foi esclarecido alhures, não é totalmente correto, na medida em que há outras entidades que exercem a autorregulação no mercado de valores mobiliários, as quais serão apresentadas no capítulo seguinte deste trabalho.

A atual redação do artigo 17, da Lei 6.385/76, alterada pela Lei 10.303/01, manteve os poderes das Bolsas de Valores e estendeu às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, na qualidade de “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”, os poderes para “fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”. Por sua vez, o § 1º, do artigo 8º, da referida lei, ao dispor sobre a competência da CVM, estabeleceu que ela não “exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados”, cabendo a CVM realizar a supervisão dessas entidades, conforme já foi citado<sup>212</sup>.

---

<sup>209</sup> COMPARATO, Fabio Konder. *Op. cit.*, p. 45. Para o autor há uma diferença entre a natureza da fiscalização exercida sobre os membros das bolsas e das operações nela realizadas, pois enquanto essas possuíam natureza de poder administrativo de polícia, “a fiscalização dos seus associados constitui um poder interno, que não difere das prerrogativas fiscais e disciplinares de qualquer associação”. Entretanto, observa-se que o artigo 17 também atribui às bolsas o poder de fiscalizar os seus membros com a possibilidade de utilização de sanções de natureza pública, não havendo motivo para adotar a diferenciação proposta pelo autor.

<sup>210</sup> WALD, Arnaldo e EIZIRIK, Nelson. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1986, p. 15.

<sup>211</sup> YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 221.

<sup>212</sup> De qualquer forma é importante deixar claro que cabe à CVM supervisionar as bolsas e pode corrigir eventuais distorções de acordo com o seu julgamento. Essa relação é análoga ao modelo norte-americano, valendo para o Brasil a “pitoresca imagem desenvolvida pelo Ministro da Suprema Corte William Douglas, quando presidente da Securities and Exchange Commission (SEC), segundo a qual a

Em 2007, foi publicada a Instrução Normativa nº 461/07 pela CVM que estabeleceu inúmeras regras referentes às bolsas, muitas das quais referentes à autorregulação por elas exercida, consoante será apresentado nos tópicos seguintes deste trabalho. De acordo com Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos, com a edição da Instrução Normativa nº 461/07, o reconhecimento da auto-regulação de base legal chega a seu ponto máximo no que diz respeito à atuação das bolsas, tanto em sua faceta normativa, como em sua faceta fiscalizatória.<sup>213</sup>

Diante da atribuição de prerrogativas para o exercício da autorregulação, o Estado estabeleceu uma série de normas que restringem a constituição e o funcionamento das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros. Nesse sentido ensina Celso Antônio Bandeira de Mello:

Em suma: tanto os sujeitos de direitos “Bolsas de Valores”, como o *modus operandi* de tais sujeitos é inteiramente dependente de disposições estatais, de molde a caracterizar uma interferência muito mais acentuada do Poder Público sobre elas e suas atividades do que a existente em figuras clássicas de atividade pública exercida por pessoas privadas; concessionárias e permissionárias não estão jungidos tão estreitamente quanto as Bolsas de Valores a ditames estatais. Com efeito, sempre que a atividade pública exercida por particulares é de natureza jurídica (função pública) e não de natureza material (serviço público *strictu sensu*) o Estado reputa necessário ingerir de modo muito mais acentuado.<sup>214</sup>

Dentre essas restrições impostas às bolsas de valores e às bolsas de mercadorias e futuros podemos enumerar, exemplificativamente, as seguintes:

QUADRO V – Restrições impostas às Bolsas

Norma	Matéria	Restrição
Art. 2º, § 3º, inc. IV, da Lei 6.385/76	Títulos ou Contratos de Investimento	A CVM poderá editar normas para estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa

SEC seria como o pai que fundamentalmente confia nos escrúpulos de sua filha, mas que está pronto para adotar medidas de proteção, caso necessário.” MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. A Natureza Jurídica das atividades das Bolsas de Valores. *Revista de Administração de Empresas*, n. 26. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, janeiro-março/1986, p. 11. Assim, “constata-se a existência de um grupo grau de fiscalização, em que as bolsas fiscalizam as corretoras e as operações por ela realizadas, enquanto a CVM supervisiona o exercício de tal competência por parte das bolsas”. In EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 213.

<sup>213</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p. 28.

<sup>214</sup> BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Op. cit.*, p. 219.

		ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.
Art. 9º, § 1º, inciso I, da Lei 6.385/76	Suspensão de Negociação	A CVM poderá suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado.
Art. 18, inc I, alínea “c”, da Lei 6.385/76	Constituição e Organização de Bolsas	É competência da CVM a edição de normas gerais sobre as condições de constituição e extinção das bolsas de valores e das entidades do mercado de balcão organizado, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento.
Art. 18, inc I, alínea “d”, da Lei 6.385/76	Poder Disciplinar das Bolsas	É competência da CVM a edição de normas gerais sobre o exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão.
Art. 18, inc I, alínea “e”, da Lei 6.385/76	Sociedades Corretoras	É competência da CVM a edição de normas gerais sobre o número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa.
Art. 18, inc I, alínea “f”, da Lei 6.385/76	Administração e Emolumentos das Bolsas	É competência da CVM a edição de normas gerais sobre a administração das Bolsas e das entidades do mercado de balcão organizado; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas ou seus membros, quando for o caso.
Art. 18, inc I, alínea “h”, da Lei 6.385/76	Bolsas de Mercadorias e Futuros	É competência da CVM a edição de normas gerais sobre as condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento.
Art. 18, inciso II, alínea “a”,	Operações autorizadas	É competência da CVM a definição das espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e

da Lei 6.385/76		práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações.
Art. 21, § 4º, da Lei 6.385/76	Requisitos para negociação	Mediante prévia aprovação da CVM, cada bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado poderá estabelecer requisitos próprios para que os valores sejam admitidos à negociação no seu recinto ou sistema.
Instrução Normativa nº 461, de 23 de outubro de 2007 <sup>215</sup>	Constituição, estrutura, organização e funcionamento das entidades administradoras de Mercado de Valores Mobiliários	Por meio dessa Instrução, a CVM definiu a natureza jurídica das bolsas (associações ou sociedades anônimas, art. 9º), seus deveres (art. 14 a 18), a sua estrutura organizacional (arts. 19), algumas disposições obrigatórias do seu Estatuto Social (art. 20), normas referentes à sua administração, dentre as quais a competência do Conselho de Administração (art. 24), a estrutura de autorregulação (arts. 36 a 49), dentre outras normas.

Fontes: Presidência da República e CVM

Após analisar essas inúmeras restrições, Fábio Konder Comparato chegou a afirmar que “qualquer que seja a forma jurídica adotada para personalizar as bolsas, a margem de autonomia da vontade de seus fundadores é reduzidíssima.”<sup>216</sup> Essa afirmação é correta, na medida em que por exercerem função pública, o Estado ao mesmo tempo atribui poder de autorregulação para as bolsas, mas limita a autonomia de seus membros em sua constituição, estrutura, funcionamento etc.

<sup>215</sup> Também existem várias restrições dispostas na Resolução 2.690/00 do Conselho Monetário Nacional, referentes à constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores, dentre as quais a definição da sua natureza jurídica (associações ou sociedades anônimas, art. 1º), o seu objeto social (art. 1º), autorização prévia para funcionamento (arts. 2º e 3º), algumas disposições obrigatórias do seu Estatuto Social (art. 5º), a forma de integralização do Capital Social (art. 6º), o Exercício Social (art. 10), composição do Conselho de Administração (art. 13), a necessidade de manutenção e um Fundo de Garantia (art. 40), dentre outras características básicas das bolsas de valores. Entretanto, tais questões foram disciplinadas com maior detalhe pela Instrução Normativa nº 461/07 da CVM, que inclusive ampliou a regulação para as bolsas de mercadorias e futuros e para os mercados de balcão organizado (sendo dispensável citar as restrições dispostas na referida resolução). Para Otavio Yazbek o regime da Resolução 2.690/00 do CMN “foi superado pelo do diploma promulgado pela CVM”. *Op. cit.*, p. 133. Entretanto, a CVM está submetida ao CMN, não podendo revogar as suas normas.

<sup>216</sup> COMPARATO, Fabio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do seu Objeto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 60. São Paulo: Revista dos Tribunais, outubro-dezembro/1985, p. 46

Diante do exposto, podemos afirmar que, no direito brasileiro, as bolsas são entidades privadas, constituídas mediante autorização outorgada pelo Estado, cujas funções são a disponibilização de local ou o sistema adequado para a realização de operações com valores mobiliários e a autorregulação de seus membros e das operações nela realizadas.

Surge, então, uma questão: as bolsas podem ser responsabilizadas por falhas no exercício de sua função de autorregulação?

A jurisprudência brasileira já enfrentou essa questão, sendo destaque nesse assunto os julgamentos dos Recursos Extraordinários nº 84.514/RJ, 86.771-6/RJ, 94.978-0/RJ. A situação fática a que se referem é semelhante: investidores pleiteavam indenização da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em decorrência de prejuízos sofridos com a aquisição de ações da companhia Celulose e Papéis do Maranhão S.A. – CEPALMA. No processo de oferta pública inicial de ações ocorreram inúmeras irregularidades, dentre as quais a falsificação das assinaturas dos diretores da companhia em cautelas e endossos, o que gerou o lançamento de ações preferenciais em duplicata (em proporção acima ao permitido na lei). Em decorrência desses acontecimentos, o registro da companhia foi cancelado e os investidores receberam somente parte do valor investido. A alegação de responsabilidade da bolsa se fundamentou, em síntese, na inadequada utilização de seus poderes de autorregulação.

No julgamento desses recursos, o STF decidiu que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro era responsável pelo ressarcimento dos prejuízos decorrentes do caso CEPALMA, conforme podemos observar dos seguintes excertos do voto proferido pelo Relator Ministro Antonio Neder, nos autos do RE nº 86.771-6/RJ *leading case* sobre o assunto:

Vê-se que a Lei n. 4.728/65 atribui às Bolsas de Valores a competência fiscalizadora das operações bolsistas, quer no tocante à conduta das corretoras, quer no tocante ao cumprimento da lei por quaisquer sociedades que negociem seus títulos naquelas operações.

É evidente que tal fiscalização deve ser exercida para evitar fraudes nas operações de bolsas e o conseqüente prejuízo dos adquirentes de títulos.

Essa competência fiscalizadora envolve obviamente o dever de vigilância a ser exercitado por qualquer Bolsa de Valores.

Se esta descumpra a lei quanto ao fiscalizar, e se a sua negligência produz prejuízo ao comprador de títulos, necessária é a conclusão de que a Bolsa de Valores que se conduz assim culposamente deve ressarcir o dano.

No mesmo julgamento, o Ministro Cunha Peixoto também decidiu pela responsabilidade da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, mas diferente do Relator, afirmou que ela é objetiva pelos seguintes argumentos:

A responsabilidade da Bolsa de Valores, através do Fundo de Garantia, é, pois, objetiva, independe de culpa ou dolo. Na verdade, se a principal função das Bolsas de Valores não fosse a de preservar os padrões éticos de comportamento dos Corretores, não teria sentido a própria existência das Bolsas. [...]

E, para não deixar dúvida sobre a responsabilidade objetiva da Bolsa de Valores, vem o art. 59 da Resolução nº 39, e dispõe que “as Bolsas de Valores manterão, permanentemente, seguro específico por conta do Fundo de Garantia para assegurar a reposição das importâncias pagas”.

O vogal, Ministro Soares Muñoz, responsabilizou a bolsa por ter agido com culpa, uma vez que não realizou a fiscalização na forma definida em lei. Portanto, todos os Ministros pugnaram pela responsabilização da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, uma vez que ela está investida de poderes para manter a regularidade das operações nela realizada e preservar padrões éticos de comportamento de seus membros.

Resta verificar se essa responsabilização é subjetiva, pois depende de culpa da bolsa no exercício de suas funções de autorregulação, ou objetiva, uma vez que prescindiria de culpa ou dolo da entidade, sendo que o fundo de garantia da bolsa<sup>217</sup> seria utilizado para ressarcir os investidores nessas situações. Iremos abordar esse assunto com maior detalhe no estudo da atual estrutura de autorregulação da BM&FBOVESPA.

Diante da verificação da função autorreguladora das bolsas de valores e de mercadorias e futuros, necessário investigar o processo de desmutualização, que trouxe conseqüências importantes para a autorregulação do mercado de valores mobiliários.

#### 4.1.1. Processo de Desmutualização das Bolsas

Ao longo dos séculos, as bolsas se estruturaram como entidades formadas por corretores, sem finalidade lucrativa, que possuíam como objetivos aqueles citados no tópico anterior. Tais entidades podem ser comparadas à figura moderna das associações. Os corretores possuíam interesse nessa estrutura, na medida em que o ambiente de negociação era a eles restrito, uma vez que era garantido o domínio monopolístico da atividade de intermediação aos corretores que detinham títulos emitidos pelas bolsas<sup>218</sup>.

---

<sup>217</sup> Atualmente denominado Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), conforme será exposto neste capítulo.

<sup>218</sup> VERGARA, Henrique de Rezende. *Op. cit.*, p. 303.

Contudo, esse cenário foi alterado nos últimos anos. Consoante foi ressaltado por Henrique de Rezende Vergara, “desde o início da década de 1990, as bolsas de valores e de derivativos ao redor do mundo têm se submetido a mudanças profundas em sua forma de organização e na maneira como conduzem suas atividades.”<sup>219</sup> Essas mudanças se referem à tendência de conversão das bolsas de associações, cujos membros são os corretores de valores mobiliários, para sociedades anônimas de capital aberto, cujos membros são acionistas, o que leva a mudança das entidades de associações sem fins lucrativos para sociedades com finalidade de lucro<sup>220</sup>. A esse processo é dado o nome de desmutualização, o qual pode ser conceituado como o “processo de transformação de associações integradas exclusivamente pelos membros registrados nas bolsas para estruturas corporativas com capital detido por acionistas”<sup>221</sup>.

Com o advento da desmutualização, os corretores de valores mobiliários não precisam deter qualquer parcela do capital social das bolsas para que possam realizar as suas atividades de intermediação. Basta obter o registro e cumprir as obrigações eles impostas.

Conforme afirmam Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, o processo de desmutualização geralmente ocorre em 02 (duas) fases, quais sejam: (i) a atribuição de ações aos corretores membros da bolsa, em substituição aos seus títulos patrimoniais – assim, eles se tornam acionistas da bolsa que passa a ser organizada como sociedade anônima de capital fechado; e (ii) posteriormente, é promovida a abertura do capital da entidade, passando as suas ações a serem livremente negociadas no mercado de valores ocorrendo, assim, a transferência do poder decisório para os acionistas.<sup>222</sup>

No Brasil o processo ocorreu da mesma forma. Até o ano de 2007, todas as bolsas de valores e as de mercadorias e futuros brasileiras se estruturavam como associações civis<sup>223</sup>,

<sup>219</sup> VERGARA, Henrique de Rezende. *Op. cit.*, p. 302.

<sup>220</sup> Nesse sentido, a International Organization of Securities Commission (“IOSCO”) afirmou que “the changes in ownership structure have involved conversion from a not-for-profit member-owned organization to a shareholder-owned organization, which is likely to be a for-profit corporation.” IOSCO, *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, Disponível em <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD112.pdf>>.

<sup>221</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*. Segundo esses autores, a primeira bolsa a desmutualizar-se foi a Bolsa de Valores de Estocolmo, em 1993, seguida de inúmeras bolsas européias e asiáticas. O fenômeno iniciou-se nos Estados Unidos em 2002, com a desmutualização da Chicago Mercantile Exchange, em 2002.

<sup>222</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 217.

<sup>223</sup> De acordo com Luciana Pires Dias “No Brasil, por exemplo, foram estabelecidos diversos convênios, em 2000, entre bolsas regionais, que resultaram na unificação de negociações de títulos privados somente na Bovespa e de títulos públicos na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (Boverj). A função das demais bolsas do país está resumida hoje (*em 2005*) à promoção de seminários, à

sem finalidade lucrativa (apesar de haver a possibilidade de sua constituição como sociedades anônimas). Nesse ano, os membros da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e da Bolsa de Mercadoria e Futuros (BM&F) aprovaram a transformação dessas associações em sociedades anônimas e ambas realizaram a oferta pública inicial de suas ações.

Mas qual seria a causa do processo de desmutualização das bolsas ocorrido ao redor do mundo? É possível afirmar que o fator determinante para o início desse processo foi a concorrência entre os mercados, que se manifestou de 02 (duas) formas:

(i) **Novas Plataformas de Negociação** – com o desenvolvimento tecnológico, principalmente da informática e da comunicação, surgiram novos sistemas eletrônicos de negociação de valores mobiliários, dentre os quais os *Electronic Communication Networks* (“ECN”) ou *Alternative Trading Systems* (“ATS”), através dos quais os compradores e vendedores informam as operações que pretendem realizar e o sistema localiza as ofertas de compra e venda que sejam compatíveis e as realiza de forma automática<sup>224</sup>. Passou a não ser mais necessário o tradicional pregão, sendo dispensável um local físico no qual as operações são realizadas, o que significou uma redução de custos nesse processo. Isso fez com que as bolsas buscassem a maior utilização de sistemas informatizados (atualmente vários investidores operam diretamente, em sistemas fornecidos por suas corretoras, v. g., *home broker*<sup>225</sup>) e uma organização mais ágil e eficiente com o objetivo de não perder os seus investidores para esses sistemas alternativos; e

(ii) **Globalização** – que promoveu a integração de vários mercados de valores mobiliários do mundo e resultou na competição entre as bolsas de valores, que antes eram protegidas pelas fronteiras dos países em que estavam situadas. As companhias passaram a ter facilidade na emissão de seus valores mobiliários em bolsas internacionais que lhe

---

organização de empresários e de outras atividades secundárias que pouco as diferenciam de associações comerciais”. *Op. cit.*, p. 140.

<sup>224</sup> Nesse sentido, EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 219 e VERGARA, Henrique de Rezende. *Op. cit.*, p. 305.

<sup>225</sup> De acordo com a CVM, *home broker* é o sistema que possibilita ao investidor encaminhar ordens de compra e venda de ações e de opções pela Internet, através de corretoras de valores mobiliários credenciadas nas bolsas de valores mobiliários para tal fim. O sistema *home broker* foi implantado em março de 1999 pela BOVESPA e é semelhante aos serviços de *home banking* oferecidos pela rede bancária. É um sistema de comunicação que funciona como um “canal de relacionamento” entre os investidores e as sociedades corretoras da bolsa de valores mobiliários. O intuito de sua implantação foi agilizar e simplificar a atividade de compra e venda de ações permitindo que haja uma maior participação de pessoas físicas no mercado de valores mobiliários. In *Negociações "On Line"*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno5.asp>>.

oferecessem melhores vantagens, levando a um movimento de substituição de estruturas ineficientes ao redor do mundo. Nesse sentido, a maior utilização de sistemas informatizados pelas bolsas facilitou o acesso dos investidores a outras bolsas, sem que houvesse a necessidade de deslocamento físico.

Dessa forma, observa-se que o processo de desmutualização foi oriundo da competição entre as bolsas de valores mobiliários a nível mundial, sendo necessário alterar a sua estrutura para torná-la mais ágil e eficiente<sup>226</sup>. Outra forma de competição existente é a competição por produtos, que foi ressaltada por Henrique de Rezende Vergara:

Nesse tipo de competição, leva vantagem a bolsa que possui a aptidão de desenvolver e listar modalidades de ativos que melhor atendam às necessidades dos agentes financeiros. Essa é uma forma de competição que se mostra interessante para as bolsas de derivativos, nas quais a listagem de contratos futuros e outros derivativos que permitam a adequada proteção contra riscos relevantes que afetam os agentes econômicos é um dos fatores que determinam sua capacidade de se constituir como centro relevante de negociação.<sup>227</sup>

A resposta para essa competição foi a transformação das bolsas de associações civis sem finalidade lucrativa em sociedades anônimas, que possuem inúmeras vantagens sobre o modelo antigo, dentre as quais:

(i) **Captação de Recursos** – com a transformação das bolsas de valores mobiliários em sociedade anônimas de capital aberto, elas passaram a contar com os recursos provenientes do mercado de capitais oriundos da emissão de suas ações ou outros valores mobiliários (antes a captação era restrita a seus membros associados). Tais recursos foram utilizados, *v. g.*, para o seu desenvolvimento tecnológico;

(ii) **Maximização de Resultados** – as bolsas de valores, após a desmutualização, passaram a ter o lucro como objetivo, ao contrário do que ocorria quando elas eram

---

<sup>226</sup> Em depoimento enquanto ocupava o cargo de Presidente do Conselho de Administração da Bolsa de Mercadorias & Futuros, Manoel Felix Cintra Neto afirmou que “ficará no mercado somente aquela ou aquelas bolsas que conseguirem oferecer contratos a custos compatíveis. O acesso global da clientela através do roteamento eletrônico de ordens é fundamental para a competitividade. Isso requer a movimentação de garantias e liquidação das operações também em escala global.” *In O futuro dos derivativos: regulação ou auto-regulação? Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, volume 41. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, julho-setembro/2008, p. 68.

<sup>227</sup> VERGARA, Henrique de Rezende. *Op. cit.*, p. 302.

estruturadas sob a forma de associações sem fins lucrativos. Isso tornou a estrutura mais eficiente na busca da maximização de seus resultados, passando a sua gestão a ser pautada por critérios racionais com enfoque nos interesses empresariais das próprias bolsas e não na de seus corretores; e

(iii) **Fusões e Aquisições** – com a adoção do tipo societário de sociedade anônima, foi possível às bolsas recorrerem a processos de fusão e aquisição com outras bolsas existentes no mundo, com o objetivo de diminuir os seus custos e aumentar os ganhos de escala, na medida em que há a agregação de mercados e clientes. Isso torna as bolsas mais lucrativas e preparadas para a competição global e confere maior liquidez aos valores mobiliários por ela negociados<sup>228</sup>. Um exemplo desse fenômeno ocorreu em fevereiro de 2008, quando a Bovespa e a BM&F, através da integração de suas atividades, criaram a BM&FBOVESPA, única bolsa em operação no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Todavia, conforme o disposto no tópico anterior, as bolsas de valores e as de mercadorias e futuros brasileiras possuem a função pública de fiscalização de seus membros e das operações nela realizadas. Assim, poderiam surgir conflitos de interesse no exercício da autorregulação, tendo em vista que elas passaram a ter o lucro como objetivo. Por exemplo, algumas bolsas poderiam adotar uma fiscalização mais branda para atrair mais operações. É necessário, portanto, estudar esse tema, notadamente à luz das alterações promovidas no direito pátrio pela Instrução Normativa nº 461/07, da CVM.

#### 4.1.2. Conflitos de Interesses e a Estrutura de Autorregulação das Bolsas

O processo de desmutualização das bolsas é uma tendência mundial, já tendo ocorrido nas principais bolsas de valores do mundo. Surge, portanto, a difícil tarefa de evitar os conflitos de interesse que poderão decorrer do contato entre a sua função pública de autorregulação e a sua finalidade lucrativa. Tal conflito poderá ocorrer de inúmeras formas, dentre as quais: (i) pouco investimento na atividade autorregulatória; (ii) adoção de fiscalização mais branda; (iii) adoção de fiscalização rigorosa, com o objetivo de obter receita

---

<sup>228</sup> De acordo com Manoel Felix Cintra Neto, em 2008, em decorrência dos processos de fusões e aquisições de bolsas de valores mobiliários “cinco grupos apenas (CME Group, Eurex, Euronex, Nasdaq e Bolsa de Londres) concentram 75% e 80% das operações mundiais.” *Op. cit.*, p. 67.

com multas excessivas, e outros<sup>229</sup>. Esse problema já havia sido ressaltado por William O. Douglas “quando à testa da SEC, antes de ser nomeado para a Suprema Corte”, afirmou que “operando como uma associação privada, as bolsas de valores sempre administraram os seus negócios da mesma maneira como clubes privados. Para negócios tão investidos com o interesse público esse método tradicional tornou-se arcaico.”<sup>230</sup>

Para diminuir a possibilidade de ocorrência de conflito de interesse, as bolsas desmutualizadas vem adotando alguns mecanismos de controle, os quais são orientados pela *International Organization of Securities Commission* (“IOSCO”)<sup>231</sup>. Um desses mecanismos é a separação entre as funções regulatórias e as atividades empresariais exercidas por elas, em entidades diversas ou em diferentes departamentos dentro da mesma instituição<sup>232</sup>.

Sob a inspiração das recomendações da IOSCO, a CVM, no ano de 2.007, editou a Instrução Normativa nº 461/07 que, dentre outros objetivos, estabeleceu a estrutura de autorregulação que deverá ser exercida pelas bolsas brasileiras. Conforme o disposto no Edital de Audiência Pública nº 06/2007 (que colocou a minuta dessa norma em audiência pública), um dos motivos da sua elaboração foi:

A CVM deposita grande esperança em que o processo de desmutualização possa contribuir decisivamente para o incremento das atividades de autorregulação. Muito se debate sobre o suposto agravamento do conflito de interesses entre as atividades de uma bolsa que vise ao lucro e as atividades de autorregulação dessa mesma bolsa. A CVM acredita que uma regulação que imponha a independência, o financiamento adequado e a atuação efetiva da autorregulação, aliada aos riscos impostos ao mercado no caso de falhas de autorregulação (inclusive, no extremo, de cassação da autorização para

<sup>229</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 222.

<sup>230</sup> LOSS, Louis. *Fundamentals of Securities Regulation* apud COMPARATO, Fabio Konder. *Op. cit.*, p. 51. Texto original: “operating as a private-membership associations, exchanges have always administered their affairs in much the same manner as private clubs. For business so vested with the public interest this traditional method has become archaic.”

<sup>231</sup> A IOSCO congrega é uma associação internacional que congrega as principais bolsas e comissões de valores mobiliários do mundo. De acordo com Gustavo Mathias Alves Pinto, “os objetivos fundamentais da IOSCO para a regulação dos mercados de capitais podem ser assim sumarizados: (i) proteger os investidores; (ii) assegurar ambientes de negociação justos, eficientes e transparentes; e (iii) reduzir o risco sistêmico. Para atingir tais propósitos, a Iosco conta atualmente com um Comitê Técnico (*Technical Committee*) e um Comitê para Mercados Emergentes (*Emerging Markets Committee*).” In *Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2011, p. 308.

<sup>232</sup> Consoante ressaltado pela doutrina, “existe praticamente um consenso entre os diversos agentes que atual no mercado financeiro e de capitais (bolsas, corretores, investidores, órgãos reguladores etc.) no sentido de que a separação das atividades regulatórias e comerciais constitui um dos procedimentos mais eficazes para atenuar eventuais conflitos entre a função regulatória que as bolsas devem desempenhar e os interesses de seus acionistas ou membros.” EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 223.

funcionar), constituem incentivos adequados para que os administradores de mercados e os sócios das sociedades que explorem esses mercados atuem de maneira adequada no exercício de suas funções auto-reguladoras, sempre sob a supervisão atenta do órgão regulador.<sup>233</sup>

Ou seja, a CVM ressaltou que a autorregulação exercida pelas bolsas é fundamental para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, devendo haver controles para a ocorrência de eventual conflito de interesse, bem como essa atividade estar submetida à supervisão da regulação estatal. Nesse sentido, o artigo 14 da referida instrução, estabelece o princípio segundo o qual “a entidade administradora de mercado organizado deverá manter equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e auto-regulação dos mercados por ela administrados.”<sup>234</sup>

O referido regulamento determinou em seu artigo 36 que a divisão das funções empresarial e de autorregulação das bolsas brasileiras (para evitar o conflito de interesse) poderá ocorrer de 03 (três) formas: (i) dentro da sua própria estrutura interna; (ii) por meio de duas entidades com controle comum; ou (iii) ou através de terceiro contratado para exercer essa função.

A única bolsa em operação no Brasil, a BM&FBOVESPA adotou a estrutura de criação de duas entidades, com controle comum. Assim, em 2007, foi criada a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM) com a função de realizar a autorregulação do mercado administrado pela BM&FBOVESPA.

De acordo com a instrução, a entidade autorreguladora (independente da estrutura adotada) deverá contar com os seguintes órgãos: o Departamento de Autorregulação, o Diretor do Departamento de Autorregulação e o Conselho de Autorregulação. Tais órgãos são encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade autorreguladora (art. 36). As competências individuais de autorregulação de cada um desses órgãos são:

(i) Ao Diretor do Departamento de Autorregulação cabe a condução dos trabalhos do Departamento de Autorregulação (art. 38);

---

<sup>233</sup> CVM. *Edital de Audiência Pública nº 06/2007*. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic\\_2007-06.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic_2007-06.pdf)>. p. 01.

<sup>234</sup> Instrução Normativa nº 461/07, da CVM.

(ii) O Departamento de Autorregulação tem a função de exercer primariamente, observada a competência do Conselho de Autorregulação, a fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade e das pessoas ali autorizadas a operar (art. 42). Sem prejuízo de outras atribuições que possam lhe ser conferidas, cabe ao Departamento de Autorregulação: (i) fiscalizar as operações realizadas nos mercados administrados pela entidade autorreguladora, com intuito de detectar eventuais descumprimentos que possam configurar infrações às normas legais e regulamentares; (ii) fiscalizar, direta e amplamente, as pessoas autorizadas a operar; (iii) apontar deficiências no cumprimento das normas legais e regulamentares verificadas no funcionamento dos mercados administrados pela entidade autorreguladora, ainda que imputáveis à própria entidade administradora, bem como nas atividades das pessoas autorizadas a operar, acompanhando os programas e medidas adotadas para saná-las; (iv) instaurar, instruir e conduzir processos administrativos disciplinares para apurar as infrações das normas que lhe incumbe fiscalizar; (v) propor ao Conselho de Autorregulação a aplicação das penalidades; e (vi) tomar conhecimento das reclamações efetuadas quanto ao funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários administrados pela entidade autorreguladora, acompanhando seu andamento e as medidas decorrentes de seu recebimento (art. 43, incisos I ao VI); e

(iii) Ao Conselho de Autorregulação compete supervisionar as atividades do Departamento de Autorregulação e julgar os processos por ele instaurados, instruídos e conduzidos (art. 46).

Portanto, observa-se que a Instrução Normativa da CVM nº 461/07 trouxe inúmeros mecanismos adequados à redução do conflito de interesse que poderia afetar a atividade de autorregulação das bolsas.

De outro modo, cabe menção à afirmação de Andreas M. Fleckner, segundo o qual a competição existente entre as bolsas diminui a possibilidade de problemas com conflito de interesse, pois caso ocorra essa situação haverá um quebra de confiança dos agentes econômicos que irão migrar para outras entidades. Segundo ele:

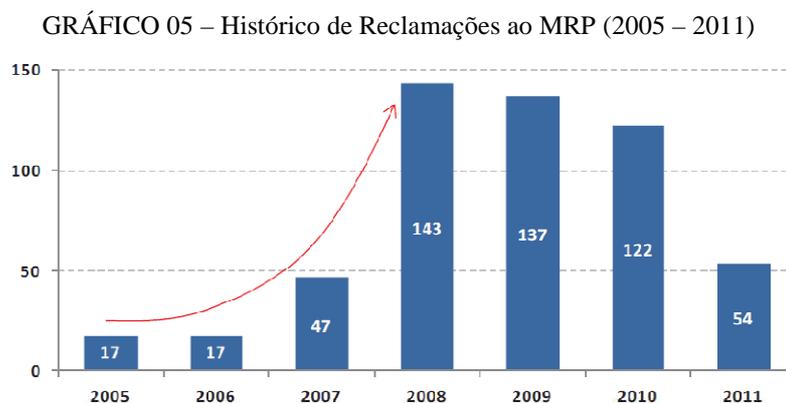
No entanto, a longo prazo, o fato de as bolsas passarem a ter finalidade lucrativa não deve afetar a forma mediante a qual elas exercem suas funções regulatórias. Isto porque, caso determinada bolsa opte por adotar uma regulação negligente ou rígida demais, ela poderá perder a confiança de

clientes e investidores que, conseqüentemente, poderão transferir seus negócios para outras bolsas.<sup>235</sup>

Portanto, é possível afirmar que o mercado de valores mobiliários conta com mecanismos adequados para evitar a existência de conflitos de interesses que poderão surgir nas atividades das bolsas, sendo, entretanto, fundamental a atuação da CVM para restringir as situações de eventual distorção.

A entidade autorreguladora também exerce a função de administração do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP). Por meio desse mecanismo, a entidade autorreguladora indeniza os eventuais prejuízos sofridos por investidores em razão de ações ou omissões dos intermediários (corretores, distribuidores etc.). O MRP possui grande relevância para manter a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários.

De acordo com o Relatório de Atividade do Ano de 2011 divulgado pela BSM, o MRP por ela administrado possui o seguinte histórico de reclamações<sup>236</sup>, tendo sido bastante utilizado no ano da edição da Instrução Normativa nº 461/07:



Fonte: BSM - Relatório de Atividades do Ano de 2011<sup>237</sup>.

O MRP é relevante para definir se a responsabilidade das bolsas é objetiva ou subjetiva em relação à indenização pleiteada por investidores que sofreram prejuízos em decorrência de ilícito cometido por aqueles que estão submetidos ao poder de autorregulação das bolsas.

<sup>235</sup> FLECKNER, ANDREAS M. Stock Exchanges at the Crossroads *apud* EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 222.

<sup>236</sup> Antes de 2007 havia um fundo garantidor de realizava função análoga ao do MRP.

<sup>237</sup> BSM. *Relatório de Atividade do Ano de 2011*. Disponível em <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Relatorio-de-Atividades-2011.pdf>>

Conforme foi consignado no voto do Ministro Cunha Peixoto, nos autos do julgamento do RE nº 86.771-6/RJ, o MRP (antigo Fundo de Garantia) foi criado para ressarcir os investidores em caso de ato ilícito praticado por pessoa autorizada a operar, ou por seus administradores, empregados ou prepostos, na intermediação de negociações realizadas na bolsa. Logo, basta que essa situação ocorra para que o investidor passe a ter o direito de ser ressarcido pelos prejuízos sofridos, não sendo necessário verificar se a bolsa agiu ou não com culpa no exercício de suas funções de autorregulação. Portanto, a responsabilidade é objetiva, o que garante a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários.

Por fim, o artigo 48, da referida instrução, estabelece que estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo Diretor de Autorregulação ou pelo Conselho de Autorregulação os integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar, assim como os seus administradores e prepostos. Essas penalidades deverão estar previstas em regulamento e caberá revisão pela CVM das decisões do Conselho de Autorregulação.

#### 4.2. Convênios da CVM

Uma segunda forma de autorregulação de base legal são os convênios. Consoante a definição de Hely Lopes Meirelles, os convênios administrativos são “acordos firmados por entidades públicas de qualquer espécie, ou entre estas e organizações particulares, para realização de objetivos de interesse comum dos partícipes”<sup>238</sup>. Para o presente estudo interessa a modalidade que é celebrada pela CVM com as “organizações particulares”.

Na celebração desses convênios deverão ser observados 02 (dois) requisitos, quais sejam: (i) a submissão à Lei 8.666/93<sup>239</sup>; e (ii) a observância dos princípios que regem a administração pública, dentre os quais o da impessoalidade. Sobre essa segunda característica, afirma Gustavo Alexandre Magalhães:

Observe-se, por fim, que mesmo a possibilidade de as pessoas políticas estabelecerem incentivos e restrições a segmentos da sociedade, no âmbito da atividade de fomento, encontra limites impostos pelo princípio da

---

<sup>238</sup> MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*, 7. ed. São Paulo: Malheiros, 1979, p. 358.

<sup>239</sup> Lei 8.666/93, “Art. 116. - Aplicam-se as disposições desta Lei, no que couber, aos convênios, acordos, ajustes e outros instrumentos congêneres celebrados por órgãos e entidades da Administração.”

isonomia. Portanto, qualquer tratamento diferenciado atribuído às entidades sem finalidade lucrativa que não se mostre adequado e necessário para atingir a igualdade em seu sentido substancial será considerado inconstitucional.<sup>240</sup>

Por meio de convênios, a CVM outorga poderes de autorregulação para as entidades profissionais privadas ou estabelece mecanismos de coordenação entre a regulação e a autorregulação (principalmente para evitar a sobreposição de esforços). Serão objeto de estudo os principais convênios celebrados pela CVM que sejam relacionados com a autorregulação<sup>241</sup>.

#### 4.2.1. Convênio CVM e Anbima – Procedimento Simplificado para os Registros de Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários nos Mercados Primário e Secundário.

Um dos acontecimentos de maior relevância para o desenvolvimento da autorregulação de base legal no Brasil, ocorrido nos últimos anos, foi a edição da Instrução Normativa nº 471/08 pela CVM que criou o procedimento simplificado para o registro de ofertas de distribuição de valores mobiliários.<sup>242</sup> Ela pode ser considerada um marco, pois demonstra uma tendência de desburocratização do sistema de registro de ofertas públicas no Brasil, através de atribuição de responsabilidade de parte desse procedimento para associações profissionais privadas que possuem o interesse de torná-lo mais ágil e adequado

---

<sup>240</sup> MAGALHÃES, Gustavo Alexandre. *Convênios Administrativos: uma proposta de releitura do seu regime jurídico à luz de sua natureza contratual*. Tese de Doutorado apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais em 2011. p. 245. A referida tese é indicada para o estudo dos limites constitucionais da celebração de convênios entre o Estado e organizações particulares (matéria que não será tratada nesta dissertação).

<sup>241</sup> Informações obtidas no site <<http://www.cvm.gov.br/>>.

<sup>242</sup> Nesse mesmo sentido, Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos afirmam que “Passo relevante no que se refere ao reconhecimento da qualidade da auto-regulação de base voluntária no Brasil veio com a recente edição da Instrução 471, de 06 de agosto de 2008, instituindo o chamado procedimento simplificado de registro de ofertas públicas de certos tipos de valores mobiliários. A essência da norma está no fato de a CVM adotar o citado registro simplificado, com prazos mais abreviados de análise, quando os documentos da oferta pública em questão já houverem sido previamente analisados por entidades auto-reguladoras com as quais a CVM tenha celebrado convênio específico.. *Regulação e Autorregulação no Brasil e a crise internacional* [on line] 2009. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp>>.p. 35. Há, entretanto, um equívoco dos autores na classificação da modalidade de autorregulação que é de base legal e não voluntária, pois o poder atribuído à entidade auto-reguladora decorre de convênio celebrado com a CVM, uma autarquia federal.

às inovações ocorridas no mercado, sem que isso implique em quebra da segurança jurídica e, por consequência, da confiança dos agentes econômicos.

Assim, de acordo com a referida instrução, a autarquia poderá celebrar convênios para adoção do procedimento de registro simplificado com entidades autorreguladoras que, a seu juízo, comprovem ter estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas no convênio e na referida instrução (artigo 6º).

Poderão ser objeto do procedimento simplificado as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários cujos emissores sejam companhias abertas; fundos de investimento; ou companhias estrangeiras ou assemelhadas que sejam patrocinadoras de programas de certificado de depósito de valores mobiliários (*Brazilian Depositary Receipts* ou BDR), nos termos do seu artigo 1º, § 1º, incisos I, II e III. Não poderão ser objeto do procedimento simplificado o registro de primeira oferta pública de ações, certificados de ação ou BDR (art 1º, § 2º), devendo ser equiparados a ações ou a BDRs quaisquer valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir ações ou BDRs, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo emissor dos valores mobiliários subjacentes (art 1º, § 3º).

Basicamente, o procedimento de registro é simplificado, pois a entidade autorreguladora realiza uma análise prévia da documentação e elabora relatório técnico para a CVM no qual recomenda o deferimento ou o indeferimento do registro da oferta pública sob análise (art. 3º, § 1º).

Em 20 de agosto de 2008, foi celebrado entre a CVM e a então Associação Nacional dos Bancos de Investimento (“ANBID”)<sup>243</sup> o Convênio relativo ao procedimento simplificado para os registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário. Trata-se do único convênio celebrado pela CVM com essa finalidade.

Por meio desse convênio, a CVM reconheceu no item 1.1. que a ANBIMA “possui estrutura adequada e capacidade técnica para realizar análises prévias e elaborar relatórios técnicos relativos a pedidos de ofertas públicas de distribuição, por meio de procedimento

---

<sup>243</sup> No ano de 2009, a ANBID e a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) se uniram e criaram a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”). Diante desse fato, em 25 de janeiro de 2010 foi celebrado 1º Aditamento ao referido convênio, por meio do qual foi formalizada a sucessão da ANBID pela ANBIMA em todos os direitos e obrigações decorrentes do referido pacto, passando essa a “realizar as análises prévias e elaborar relatórios técnicos relativos a pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição, por meio de procedimento simplificado”, consoante o disposto no item 2, do referido convênio. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>.

simplificado”, relacionados aos seguintes valores mobiliários: (i) debêntures; (ii) notas promissórias; (iii) ações de mesma classe e espécie de outras já admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; (iv) bônus de subscrição de mesma classe e espécie de outros já admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; e (v) certificados de depósito de ações de mesma classe e espécie de outros já admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

O relatório técnico deve ser elaborado pela ANBIMA de acordo com um manual técnico de análise de pedidos de registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários desenvolvido, em conjunto pela ANBIMA e pela CVM, através de suas Superintendências de Registro de Valores Mobiliários e de Relações com Empresas (item 2.1.). Esse manual deve ser revisado ordinariamente a cada 06 (seis) meses e, extraordinariamente, sempre que um de seus desenvolvedores julgar necessário.

O relatório técnico elaborado pela ANBIMA deverá recomendar o deferimento ou indeferimento do pedido de registro solicitado, devendo manifestar em relação aos pedidos de dispensa de requisito exigido pela CVM ou a própria dispensa do registro (item 3.1.1.).

A ANBIMA deverá designar prepostos para a execução das atividades dispostas no convênio, os quais deverão ser devidamente qualificados e treinados para tanto (item 4.1.). Tais profissionais deverão se submeter aos “Princípios Éticos e Código de Conduta Profissional” da ANBIMA (item 4.4.), que deverá punir caso sejam observadas eventuais infrações (item 4.4.2.). As penalidades existentes no referido código de conduta são a advertência escrita, a suspensão do funcionário e a demissão dos quadros da ANBIMA.

A CVM poderá, a qualquer tempo, fiscalizar a atuação da ANBIMA e de seus prepostos no cumprimento do disposto no convênio, devendo ser dado a ela amplo e irrestrito acesso a qualquer informação ou documento solicitado (item 7.1.).

Consoante o disposto no Anexos I – Etapas, da Circular de Supervisão nº 000011/2010<sup>244</sup>, da ANBIMA, o procedimento de registro simplificado ocorre da seguinte forma:

---

<sup>244</sup>ANBIMA. Circular de Supervisão nº 000011/2010. Disponível em <<http://www.anbima.com.br>>.

QUADRO VI – Procedimento de Registro Simplificado de Registro (ANBIMA)

<b>Etapa</b>	<b>Envolvidos</b>	<b>Período</b>
<b>1ª etapa</b> - Solicitação de Procedimento Simplificado no Escritório da ANBIMA e confirmação do recebimento dos documentos.	Instituição Participante e ANBIMA.	Entrega do Protocolo de Solicitação no ato do protocolo dos documentos.
<b>2ª etapa</b> - Verificação dos documentos e envio do Protocolo de Confirmação.	ANBIMA.	Envio do Protocolo de Confirmação: (i) no mesmo dia para documentação entregue até meio-dia; e (ii) ou após ao meio-dia.
<b>3ª etapa</b> - Início da análise e envio do 1º relatório de exigências.	ANBIMA.	05 dias úteis contados do dia útil subsequente ao envio do Protocolo de Confirmação.
<b>4ª etapa</b> - Cumprimento das exigências relativas ao 1º relatório.	Emissor, Instituição Participante e assessores.	03 dias úteis contados a partir do dia útil subsequente ao envio do 1º relatório de exigências.
<b>5ª etapa</b> - Análise e envio do 2º relatório de exigências.	ANBIMA.	01 dia útil contado do dia útil subsequente ao recebimento do cumprimento de exigências.
<b>6ª etapa</b> - Cumprimento das exigências relativas ao 2º relatório.	Emissor, Instituição Participante e assessores.	03 dias úteis contados a partir do dia útil subsequente ao envio do 2º relatório de exigências.
<b>7ª etapa</b> - Análise e entrega física dos documentos no Escritório da ANBIMA.	ANBIMA e Instituição Participante.	01 dia útil contado a partir do dia útil subsequente ao recebimento do cumprimento de exigências.
<b>8ª etapa</b> - Protocolo dos documentos na CVM.	ANBIMA e CVM.	Será realizado até as 12h do dia útil subsequente ao recebimento

		dos documentos físicos.
<b>9ª etapa</b> - Análise e envio do ofício de exigências da CVM.	CVM.	07 dias úteis contados a partir do dia útil subsequente ao protocolo da documentação na CVM.
<b>10ª etapa</b> - Esclarecimentos de dúvidas e cumprimento das exigências relativas ao ofício da CVM.	Emissor, Instituição Participante e assessores.	15 dias úteis contados do dia útil subsequente ao recebimento do ofício de exigências da CVM.
<b>11ª etapa</b> - Análise do cumprimento das exigências. Entrega física na ANBIMA para posterior protocolo na CVM.	ANBIMA.	05 dias úteis contados a partir do dia útil subsequente ao recebimento da documentação.
<b>12ª etapa</b> - Protocolo dos documentos na CVM.	ANBIMA e CVM.	Será realizado até as 12h do dia útil subsequente ao recebimento dos documentos físicos.
<b>13ª etapa</b> – Análise e deferimento ou indeferimento do pedido de registro.	CVM.	04 dias úteis contados a partir do dia útil subsequente ao protocolo dos documentos físicos na CVM.
<b>14ª etapa</b> - Providências pós-oferta ou interrupção da oferta.	CVM, ANBIMA, Instituição Participante.	N/A.

Fonte: ANBIMA <<http://portal.anbima.com.br>>

Diante do exposto, observa-se que o objetivo principal do convênio foi o de conferir celeridade ao processo de registro de ofertas de distribuição de alguns valores mobiliários, sem que isso resultasse em uma piora na qualidade da análise. Na realidade, ocorreu uma melhora na qualidade da verificação, tendo em vista que a ANBIMA passou a ter a responsabilidade de qualificar os profissionais envolvidos nesse mister, que devem atuar em conjunto com os profissionais da CVM.

Ademais, houve uma redução do custo do Estado na análise desses pedidos de registro, conservando a CVM a competência para deferir ou indeferir o registro, independente do resultado do relatório técnico da ANBIMA.

#### 4.2.2. Convênio CVM e Anbima – Procedimento para a Aplicação de Penalidades e Celebração de Termos de Compromisso.

Em 20 de agosto de 2008, foi celebrado um Convênio entre a CVM e a ANBID<sup>245</sup>, relativo à aplicação de penalidades e celebração de termos de compromisso. O pressuposto desse convênio foi a constatação de que a CVM pode impor penalidades aos infratores da lei de mercado de valores mobiliários (Lei nº 6.385/76), lei de sociedades anônimas (Lei nº 6.404/76) e de suas próprias normas, ao mesmo tempo que a ANBIMA pode impor penalidades aos seus associados em caso de violação de seus códigos de autorregulação. Diante desse cenário é possível que eventual infrator sofra penalidade pelas duas entidades por um mesmo evento. Assim, a CVM e a ANBIMA firmaram convênio para o mútuo aproveitamento de termos de compromisso celebrados e de penalidades aplicadas no âmbito das duas instituições, bem como para o compartilhamento de informações (Cláusula Primeira).

No âmbito do referido convênio, o investigado em processo administrativo conduzido pela CVM ou pela ANBIMA poderá requerer a tais entidades que seja considerado termo de compromisso já celebrado ou penalidade já aplicada pela outra entidade, bem como a entidade colocará à disposição da outra todas as informações a que tenham tido acesso com relação ao investigado, desde que ele expressamente autorize (item 2.1). Após o exame dos documentos e informações obtidas, a CVM ou a ANBIMA irão decidir se e como irão aproveitar os compromissos assumidos ou as penalidades já aplicadas (itens 2.2. e 2.3.)

---

<sup>245</sup> Em 25 de maio de 2010, foi celebrado 1º Aditamento ao referido convênio, por meio do qual foi formalizada a sucessão da ANBID pela ANBIMA em todos os direitos e obrigações decorrentes do referido pacto, e reconhecido pela CVM que “a ANBIMA manteve as atividades de autorregulação e códigos próprios que regulamentam atividades de seus associados, autorregulando atividades que são reguladas pela CVM, podendo instaurar processos e aplicar penalidades no caso de violação de tais códigos”, consoante o disposto no item 2, do referido convênio. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>.

Dessa forma, a CVM e a ANBIMA reduzem a possibilidade de aplicação de punições excessivas, decorrentes de sobreposição de sanções decorrentes da regulação estatal e da autorregulação.

#### 4.2.3. Convênio CVM e BM&FBovespa – Acompanhamento e Fiscalização da Prestação de Informações pelos Emissores de Valores Mobiliários

Em 13 de dezembro de 2011, foi celebrado um Convênio entre a CVM e a BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, cujo objeto foi o estabelecimento de cooperação e de organização das atividades de fiscalização exercidas por essas entidades, no âmbito de suas competências de regulação e autorregulação, respectivamente, relativamente às informações prestadas pelos emissores de valores mobiliários negociados na BM&FBOVESPA. O objetivo do pacto é evitar a sobreposição de esforços no acompanhamento e fiscalização realizado essas entidades.

De acordo com o disposto no referido pacto, a CVM e a BM&FBOVESPA deverão elaborar um plano de trabalho para o exercício conjunto das atividades de acompanhamento e fiscalização das informações arquivadas pelos emissores com valores mobiliários negociados na BM&FBOVESPA (item 2.1.). No referido plano de trabalho, deverão ser discriminadas as informações, periódicas ou eventuais, divulgadas pelos emissores de valores mobiliários, que serão objeto de acompanhamento e fiscalização conjunta, bem como as atividades que deverão ser exercidas por cada uma das entidades (item 2.2). O plano de trabalho deverá ser avaliado a cada 06 (seis) meses ou em período menor, caso seja necessário (item 3.2.).

O plano de trabalho entrou em vigor em 01/01/2012<sup>246</sup> e basicamente funciona da seguinte forma: (i) caso sejam prestadas informações incompletas ou haja o descumprimento da obrigação de prestação de informações, a BM&FBOVESPA solicita esclarecimentos ou providências ao emissor, conforme o caso por meio de notificação, que é enviada com cópia para a CVM; (ii) caso os emissores não cumpram o que for solicitado pela BM&FBOVESPA, a CVM reitera o pedido, sob pena de cominação de multa; e (iii) persistindo o descumprimento, a CVM adota as medidas cabíveis.

---

<sup>246</sup> BM&FBOVESPA. *BM&FBOVESPA e CVM apresentam balanço do 1º trimestre do convênio para supervisão de emissores.* Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/BMFBOVESPA-e-CVM-apresentam-balanco-do-1o-trimestre-2012-04-19.asp>>.

Durante o primeiro trimestre de vigência do convênio, a BM&FBOVESPA analisou 4.507 (quatro mil e quinhentos e sete) documentos e emitiu 662 (seiscentos e sessenta e dois) ofícios para as companhias, os quais podem ser discriminados da seguinte forma:

QUADRO VII – Prestação de Informações pelos Emissores de Valores Mobiliários

<b>Temática dos alertas emitidos</b>	<b>Nº de ofícios</b>	<b>Percentual</b>
Demonstrações financeiras	284	43%
Formulário de Referência e Formulário Cadastral	238	36%
Documentos relacionados a assembleias e reuniões da administração	65	10%
Solicitação de esclarecimentos relativos às oscilações e movimentações atípicas de ações, fatos relevantes, comunicados ao mercado e outros	75	11%
<b>TOTAL</b>	<b>662</b>	<b>100%</b>

Fonte: BM&FBOVESPA <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>

#### 4.2.4. Convênios de Cooperação Técnica e Acadêmica

Uma modalidade de Convênio muito utilizada pela CVM é a que possui como objeto a cooperação técnica ou acadêmica com entidades profissionais privadas. Por meio desses pactos é buscada a cooperação entre as entidades para facilitar a regulação e a autorregulação, bem como melhorar a capacidade técnica dos membros das entidades.

De forma esquemática, podemos indicar os principais convênios dessa natureza que são indicados pela própria CVM<sup>247</sup>:

QUADRO VIII – Convênios de Cooperação Técnica e Acadêmica - CVM

<b>Entidade</b>	<b>Objeto</b>	<b>Objetivo</b>
ANDIMA Associação Nacional das Instituições do	Cooperação Técnica	Cooperação entre a CVM e a ANBIMA para a implementação e divulgação, pela associação, de Índice de <i>Hegde Funds</i> ANBIMA – IHF-

<sup>247</sup> Não serão indicados convênios que tenham apenas objeto acadêmico, e que foram firmados pela CVM com entidades que não são instituições profissionais privadas.

Mercado Financeiro <sup>248</sup>		ANBIMA, lastreados em carteiras compostas por fundos de investimentos de classe multimercados registrados na CVM, cuja viabilização está em consonância com o artigo 4º, inciso I, da Lei nº 6.385/76. A CVM se comprometeu a viabilizar o acesso diário, pela ANBIMA, de informações sobre todos os fundos de investimento multimercado e autorizou a divulgação ao público de todas as informações que forem utilizadas no âmbito do referido convênio.
BRAIN Associação Brain – Brasil Investimentos & Negócios	Cooperação Técnica e Acadêmica	Tem por objetivo a cooperação técnica entre as duas entidades, com vistas a promover ações conjuntas de: (i) <u>natureza técnica</u> , visando ao intercâmbio de informações e à cooperação pela participação de ambas as partes em grupos de trabalho, comissões técnicas e debates sobre temas que tenham repercussão no mercado de valores mobiliários; (ii) <u>natureza educacional</u> , visando o estímulo à formação de capital humano no âmbito do mercado de valores mobiliários, podendo incluir o apoio a iniciativas educacionais com tal finalidade, a realização de seminários, palestras, pesquisas, oficinas, cursos etc., e (iii) <u>natureza estratégica</u> , para a cooperação em caráter consultivo acerca de diretrizes e políticas da BRAIN, com a participação de representante indicado pela CVM em reuniões do Conselho Consultivo da associação.
ASBACE Associação Brasileira	Cooperação Técnica	Tem por objetivo a cooperação técnica entre as duas entidades, com vistas a: (i) desenvolver

<sup>248</sup> Em 25 de maio de 2010, foi celebrado 1º Aditamento ao referido convênio, por meio do qual foi formalizada alteração da denominação da ANDIMA para ANBIMA. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>.

de Bancos Estaduais e Regionais		<p>iniciativas e implantar soluções que visem à formação e o aperfeiçoamento de profissionais do mercado financeiro para atuar na comercialização de títulos e valores mobiliários; (ii) atuar em educação, organização de eventos e campanhas educativas de investidores individuais sobre práticas saudáveis de investimento em títulos e valores mobiliários, tendo em vista a indução da autorregulação e da autodisciplina; (iii) desenvolver e ofertar cursos, seminários e programas de formação de profissionais para atuar nas atividades de gestão e controle das instituições que atuam nos mercados financeiro e de capitais; (iv) desenvolver iniciativas para a elaboração e execução de programas de educação para a poupança e o investimento em escolas, universidades e outras instituições de ensino; e (v) realizar outras atividades que vierem a ser definidas de comum acordo, desde que contribuam direta ou, indiretamente, para a melhoria e o aperfeiçoamento dos mercados financeiro e de capitais.</p>
<p>ABRASCA Associação Brasileira das Companhias Abertas</p>	<p>Cooperação e Intercâmbio Científico e Tecnológico</p>	<p>Tem por objetivo a cooperação e o intercâmbio técnico e acadêmico entre as duas entidades, na área societária, de finanças e empresarial, com vistas a: (i) ampliar a capacitação institucional e profissional dos membros das conveniadas, por meio de estudos, pesquisas, treinamentos e outros trabalhos conjuntos; (ii) estreitar as relações entre as companhias abertas, por intermédio da ABRASCA, e a CVM, estimulando o debate de alto nível que contribua para o propósito comum de desenvolvimento e fortalecimento do mercado</p>

		de capitais brasileiro; e (iii) realizar projetos e outras ações que aumentem o grau de informação da população em geral, em especial dos investidores, atuais e potenciais, quanto ao mercado de capitais e seus participantes.
IBRI Instituto Brasileiro de Relações com Investidores	Cooperação e Intercâmbio Científico e Tecnológico	Tem por objetivo a cooperação e o intercâmbio na área de Relações com Investidores de Companhias Abertas, entre as duas entidades, com vistas a: (i) ampliar a capacitação institucional e profissional dos membros das conveniadas, por meio de estudos, pesquisas, treinamentos e outros trabalhos conjuntos; (ii) estreitar as relações entre as empresas e os investidores, bem como o estímulo ao intercâmbio contínuo de informações e conhecimentos em assuntos de interesse comum; e (iii) elevar o padrão de relacionamento entre as companhias e seus acionistas, visando aumentar o nível de confiabilidade do mercado de valores mobiliários.

Fonte: CVM <<http://www.cvm.gov.br>>

Tais convênios possuem grande relevância, na medida em que facilitar a regulação exercida pela CVM e a autorregulação exercida pelas associações profissionais, e reduzem a ocorrência de sobreposição de esforços existentes entre as entidades.

### 4.3. Certificação como Requisito para o Exercício de Atividade Profissional

Outra forma de autorregulação de base legal é aquela que inicialmente é desenvolvida por entidades profissionais privadas, mas que o Estado reconhece a sua utilidade e passa a exigir-la para determinada coletividade. Nesse trabalho essa forma de autorregulação foi denominada como de base legal derivada.

Um exemplo dessa modalidade é a exigência feita pelo Estado da obtenção pelo profissional de certificação, emitida por entidade autorreguladora, para o exercício de determinada atividade. Nesse caso, o Estado ao invés de verificar se o profissional está apto a exercer um ofício (como ocorre, por exemplo, no exame de direção realizado pelo DETRAN), outorga poderes para que uma entidade profissional privada realize essa verificação e conceda, conforme a aptidão do interessado, uma certidão (declaração) nesse sentido<sup>249</sup>. Tal procedimento desonera o Estado e possibilita que a entidade profissional privada realize os testes de forma mais adequada.

O professor José Esteve Pardo ressalta a importância declarativa das certificações, consoante o disposto no texto abaixo:

A autorregulação declarativa engloba uma série de manifestações muito características da autorregulação. O produto fundamental que se oferece é informação. Há um destinatário muito importante dessa informação que é o mercado e, em geral, os operadores econômicos: a informação que basicamente se espera da autorregulação é relativa à qualidade. Como em outras frentes a autorregulação está ganhando espaços nos que a intervenção pública se retira: em concreto, em matéria de qualidade e sua acreditação assistimos à caída dos últimos redutos da intervenção administrativa mediante o regime de homologação e à entrada em esses espaços de fórmulas de autorregulação privada mediante fórmulas de acreditação e certificação.<sup>250</sup>

<sup>249</sup> Geralmente o profissional também adere a um Código de Ética ou de Melhores Práticas elaborado pela instituição, os quais serão objeto de estudo do próximo capítulo.

<sup>250</sup> Prólogo de José Esteve Pardo, Professor Catedrático de Derecho Administrativo da Universidad de Barcelona no livro de DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 16. Texto original: “La autorregulación declarativa engloba una serie de manifestaciones muy características de la autorregulación. El producto fundamental que se ofrece es información. Hay un destinatario muy importante de esta información que es el mercado y, en general, los operadores económicos: la información que básicamente se espera de la autorregulación es la relativa a la calidad. Como en otras frentes la autorregulación está ganando espacios en los que la intervención pública se retira: en concreto, en materia de calidad y su acreditación asistimos a la caída de los últimos reductos de la intervención administrativa mediante el régimen de homologación y a la entrada en esos espacios de fórmulas de autorregulación privada mediante fórmulas de acreditación y certificación.”

Dessa forma, a certificação emitida por entidade profissional privada atesta a capacidade técnica do profissional para o exercício de determinada atividade. O Estado, por sua vez, tem a função de fiscalizar as atividades da entidade autorreguladora no cumprimento de suas funções (emissão dos certificados). Assim, o Estado reduz o seu custo regulatório, na medida em que não atua diretamente na avaliação dos profissionais. Para os agentes econômicos, a certificação funciona como um atestado de que o profissional a ser contratado está apto a exercer o ofício. O certificado funciona como instrumento de confiança dos agentes econômicos em relação à qualificação do profissional contratado e reduz, portanto, a complexidade na tomada de decisões.

Por intermédio das Instruções Normativas nº 483 e 497, a CVM estabeleceu como requisito para o exercício das atividades de analista de valores mobiliários e de agentes autônomos de investimento a obtenção prévia de certificação fornecida por entidade autorreguladora. O analista de valores mobiliários é a pessoa natural que, em caráter profissional, elabora relatórios destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a seus clientes (artigo 1º, da IN CVM nº 483/10). Já o agente autônomo de investimento é a pessoa natural, registrada na CVM, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de: (i) prospecção e captação de clientes; (ii) recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e (iii) prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado (artigo 1º, da IN CVM nº 497/11).

A Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) é a entidade autorreguladora designada pela CVM para realizar a certificação dos analistas de valores mobiliários<sup>251</sup>. O certificado por ela fornecido é denominado Certificado Nacional do Profissional de Investimento (CNPI), o qual está dividido em três categorias: CNPI para o analista fundamentalista (que está apto a emitir recomendações através de relatórios de análise fundamentalista<sup>252</sup>), CNPI-T para o analista técnico (que está apto a

---

<sup>251</sup> Essa designação foi informada pela CVM à APIMEC por meio do Ofício/CVM/SIN/GIR/Nº 2.931/2010, de 09 de setembro de 2010.

<sup>252</sup> A análise fundamentalista é aquela que se baseia no estudo nos dados (dítos fundamentais) de uma empresa obtidos do balanço, informações sobre o mercado, o patrimônio da empresa etc. INFOMONEY. *Análise Fundamentalista*. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/analise-financeira/noticia/569107>>.

emitir recomendações através de relatórios de análise gráfica<sup>253</sup>) e CNPI-P para o analista pleno (fundamentalista e técnico, ou seja, que está apto a emitir recomendações através de relatórios de análise fundamentalista ou gráfica). Para obtenção da certificação o profissional deverá obter a aprovação nos seguintes exames, conforme o caso:

(i) CB - Conteúdo Brasileiro - fase comum para o analista fundamentalista, técnico e pleno. Uma prova com questões de múltipla escolha contendo as seguintes matérias: Sistema Financeiro Nacional, Mercado de Capitais, Mercado de Renda Fixa, Mercado de Derivativos, Conceitos Econômicos, Ética e Relacionamento e Governança Corporativa;

(ii) CG1 - Conteúdo Global 1 - fase para o analista fundamentalista. Uma prova com questões de múltipla escolha contendo as seguintes matérias: Análise e Avaliação de Ações e Finanças Corporativas; Contabilidade Financeira e Análise de Relatórios Financeiros; e

(iii) CT1 - Conteúdo Técnico 1 - fase para o analista técnico. Uma prova com questões de múltipla escolha contendo as seguintes matérias: Princípios de Análise Técnica; *Dow, Elliott, Fibonacci e Candle Stick*; Retas, Tendências e Médias móveis; *Stop*, Suporte e Resistência; Volume & Contratos em Aberto.

O profissional aprovado no CB e CG1 será certificado com o CNPI (recomendações através de relatórios de análise fundamentalista). O profissional aprovado no CB e CT1 será certificado com o CNPI-T (recomendações através de relatórios de análise gráfica). O profissional aprovado no CB, no CG1 e no CT1 será certificado com o CNPI-P (recomendações através de relatórios de análise fundamentalista e/ou gráfica).

De uma maneira geral, a referida certificação atesta a capacidade técnica dos participantes para o exercício das seguintes atividades, quais sejam: (i) administração de recursos; (ii) consultoria; (iii) análise e pesquisa financeira; (iv) investimento bancário; (v) finanças corporativas; (vi) administração de riquezas; (vii) relações com investidores; e (viii) vendas e operações nos mercados financeiros e de capitais.

Já a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria (ANCORD) possui a autorização da CVM para promover

---

<sup>253</sup> A análise técnica ou gráfica é aquela que se baseia no estudo das cotações em bolsa das ações de determinada companhia. INFOMONEY. *Op. cit.*

a certificação dos Agentes Autônomos de Investimento e Empregados das Instituições Financeiras com Atividades de Distribuição de Títulos e Valores Mobiliários.

A certificação é obtida através da aprovação em exame que contem 80 (oitenta) questões objetivas de múltipla escolha. O seu conteúdo compreende os seguintes tópicos: (i) a atividade do agente autônomo de investimento; (ii) o código de conduta do agente autônomo de investimento; (iii) a Lei nº 9.613/98; (iv) a Circular BACEN 3461/09; (v) a Instrução CVM nº 301/99; e (vi) o Mercado de Valores Mobiliários<sup>254</sup>. No período de 2002 a 2011, a associação já certificou mais de 12.000 (doze mil) profissionais.

---

<sup>254</sup> ANCORD. *Edital de Abertura de Inscrições do 2º exame on-line de 2012 - São Paulo*. Disponível em <[http://www.ancord.org.br/Website\\_Ancord/agente\\_autonomo/edital\\_SP.pdf](http://www.ancord.org.br/Website_Ancord/agente_autonomo/edital_SP.pdf)>.

## 5. A AUTORREGULAÇÃO DE BASE VOLUNTÁRIA

A autorregulação será de base voluntária quando a sua adesão, pelos membros de determinada entidade profissional privada, ocorrer de maneira voluntária, ou seja, sem que haja qualquer ingerência do Estado. Conforme ressaltou Vital Moreira as entidades profissionais privadas geralmente exercem as seguintes funções:

As organizações económico-profissionais desempenham tipicamente três funções: (a) organizam e promovem a cooperação entre os seus membros; (b) estabelecem acordos colectivos com outras associações; (c) reclamam e influenciam políticas públicas em seu benefício e dos seus membros. Em qualquer desses papéis, a associação transforma-se, também ela, em instituição de governo da economia, ao lado do mercado e do Estado.<sup>255</sup>

Destarte, as entidades profissionais privadas exercem, dentre outras atividades, a autorregulação com base em acordos de natureza privada, geralmente estatutos ou contratos celebrados com os seus membros. Por meio desses instrumentos, ela poderá fiscalizar e aplicar penalidades em decorrência de eventuais infrações, inexistindo aquelas prerrogativas inerentes à autorregulação de base legal.

A seguir serão apresentados dois tipos de autorregulação de base voluntária, a primeira exercida por associações existentes no mercado de valores mobiliários e a segunda exercida pela BM&FBOVESPA por meio dos denominados níveis diferenciados de Governança Corporativa.

### 5.1. Associações Profissionais

Consoante já foi amplamente demonstrado no terceiro capítulo desta dissertação, o fio condutor da autorregulação é o elemento profissional. Os profissionais tendem a se autorregular, sendo que em inúmeras hipóteses isso ocorre de maneira voluntária. A principal vantagem da adoção de regras e padrões voluntariamente é a de prevenir a atuação do Estado, que poderá responder a pressões sociais e intervir em questões relacionadas a determinado

---

<sup>255</sup> MOREIRA, Vital. *Op. cit.*, p. 27.

subsistema. Portanto, é mais interessante aos particulares aderir a padrões por eles estabelecidos, de maneira coletiva, e evitar a intervenção estatal.

A forma mais comum de autorregulação das profissões exercidas no mercado é aquela exercida por associações profissionais. Tais associações congregam os profissionais de determinado segmento e estabelecem regras de conteúdo técnico e ético, promovem a especialização de seus membros, os certificam para o exercício de atividades técnicas, e fiscalizam a sua atuação, com a aplicação de penalidades dispostas nos documentos de adesão.

Passaremos a descrever as principais associações profissionais existentes no mercado de valores mobiliários brasileiro, bem como os seus mecanismos de autorregulação. Por falta de literatura sobre o assunto, as informações foram obtidas diretamente dos sites das referidas entidades. Importante ressaltar que a referida lista não é exaustiva, tendo em vista que existem centenas de associações cujas atividades podem estar vinculadas ao mercado de valores mobiliários.

#### 5.1.1. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais<sup>256</sup>

A ANBIMA pode ser considerada a mais influente associação privada profissional relacionada ao mercado de valores mobiliários brasileiro. Ela foi criada em outubro de 2009 pela união da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) com a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA).

A ANBIMA representa agentes econômicos que prestam serviços perante o sistema financeiro nacional, os quais são discriminados no artigo 6º, do seu Estatuto Social, da seguinte forma:

(i) bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira comercial, bancos múltiplos com carteira de investimentos, caixas econômicas, bancos de desenvolvimento, corretoras de títulos e valores mobiliários e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

---

<sup>256</sup> As informações contidas neste tópico foram obtidas no site da ANBIMA <<http://portal.anbima.com.br>>

(ii) administradoras e gestoras de recursos de terceiros, registradas perante a Comissão de Valores Mobiliários;

(iii) as instituições financeiras ou não financeiras que não estão acima listadas, que comprovadamente prestem serviços financeiros a terceiros e que sejam consideradas de interesse pela Associação; e

(iv) as instituições que, em 18 de setembro de 2009, eram associadas da ANDIMA ou associadas plenos ou associadas especiais da ANBID.

Atualmente, a ANBIMA possui mais de 340 (trezentas e quarenta) instituições associadas e estabeleceu 04 (quatro) compromissos principais, quais sejam:

(i) **Representação** – A ANBIMA possui Comitês e Subcomitês que contam com mais de 800 (oitocentos) profissionais, estruturados de acordo com os segmentos e as características técnicas dos setores que a associação representa. Essa organização possibilita que as iniciativas da associação estejam de acordo com as necessidades dos profissionais que representa. A ANBIMA possui os seguintes comitês:

QUADRO IX – Comitês da ANBIMA

Nome	Objetivo	Reuniões
<b>Acompanhamento Macroeconômico</b>	Discutir a conjuntura econômica e projetar cenários de curto e médio prazos para a economia brasileira e internacional. É também responsável pelo fornecimento de projeções de índices de preços (IPCA e IGP-M), que servem para balizar as negociações em mercado secundário com títulos atrelados a estes índices.	Sexta-feira anterior à reunião do Comitê de Política Monetária (“Copom”)
<b>Assuntos de Tesouraria</b>	Coordenar a discussão e interlocução com os órgãos do governo sobre os temas: liquidez e transparência no mercado secundário; instrumentos de captação bancária; condução da política monetária; gerenciamento da Dívida	Quarta quinta-feira do mês

	<p>Pública Mobiliária Federal e regras para <i>dealers</i>; regulação bancária internacional (Basileia), dentre outros. Conduz reuniões periódicas com o Tesouro Nacional.</p> <p>Possui como subcomitê vinculado o de Regulação e Melhores Práticas de Negociação</p>	
<b>Distribuição de Produtos no Varejo</b>	<p>Criar mecanismos que aumentem a transparência na relação entre investidores e instituições financeiras, com foco no aperfeiçoamento do processo de vendas.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Aperfeiçoamento da Força de Venda, o de Informação aos Investidores e os de Análise do Perfil do Investidor.</p>	Terceira quinta-feira do mês
<b>Finanças Corporativas</b>	<p>Aprimoramento regulatório dos instrumentos do mercado de capitais, com objetivo de torná-lo a principal fonte de financiamento das empresas. Também é responsável pela elaboração das regras aplicáveis à autorregulação.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Fusões e Aquisições; o de Regulação e Melhores Práticas; o de Financiamento de Projetos; o de <i>Ranking</i> Doméstico; o de Analistas de Investimentos; o de Agentes Fiduciários; o de Grupo de Trabalho de Entendimentos com a CVM.</p>	Última quarta-feira do mês
<b>Fundos de ações</b>	<p>Fortalecer a “indústria” de fundos de investimento, em especial no segmento de Ações, com iniciativas que contribuam para o aperfeiçoamento e modernização da legislação do setor. Seus esforços buscam melhorar a qualidade dos produtos, suprir o mercado de informações, promover o entendimento público e ampliar o valor gerado para os investidores, além de</p>	Primeira terça-feira do mês

	<p>aprimorar a autorregulação voluntária.</p> <p>Possui como subcomitê vinculado o de Regulação e Melhores Práticas.</p>	
<b>Fundos de Investimento em Direitos Creditórios</b>	<p>Discutir melhorias na regulação estatal, na autorregulação voluntária e a adoção de melhores práticas. Congrega administradores e gestores de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.</p>	Não há data definida
<b>Fundos de Investimento em Participações (FIP)</b>	<p>Discutir melhorias na regulação oficial, na autorregulação voluntária e a adoção de melhores práticas. Congrega administradores e gestores de Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.</p>	Primeira quarta-feira do mês
<b>Fundos de Renda Fixa</b>	<p>Fortalecer a “indústria” de fundos de investimento, em especial do segmento de Renda Fixa, com ações que contribuam para o aperfeiçoamento e modernização da legislação do setor. Seus esforços visam melhorar a qualidade dos produtos, suprir o mercado de informações, promover o entendimento público e ampliar o valor gerado para os investidores, além de aprimorar a autorregulação voluntária.</p> <p>Possui como subcomitê vinculado o de Base de Dados.</p>	Não há data definida
<b>Fundos multimercados</b>	<p>Fortalecer a “indústria” de fundos de investimento, em especial no segmento de Multimercados, com ações que contribuam para o aperfeiçoamento e modernização da legislação do setor. Seus esforços buscam melhorar a qualidade dos produtos, suprir o mercado de informações, promover o entendimento público e ampliar o valor gerado para os investidores, além de</p>	Primeira quinta-feira do mês

	<p>aprimorar a autorregulação voluntária.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Produtos Previdenciários e de ETFs<sup>257</sup>.</p>	
<b>Gestão de Patrimônio</b>	<p>Traçar os padrões mínimos dessa atividade no Brasil, a fim de ampliar a qualidade e a transparência dos serviços prestados pelas empresas de gestão de patrimônio financeiro.</p> <p>Também propõe o aprimoramento na legislação aplicável ao segmento.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Regulação e Melhores Práticas; de Produtos e Serviços; e de Assuntos Regulatórios</p>	Quarta quarta-feira do mês
<b>Mercado</b>	<p>Representar os interesses do segmento intermediário, particularmente junto aos órgãos reguladores. Também trabalha no desenvolvimento de instrumentos de liquidez para o segmento e fomento do mercado secundário de títulos.</p>	Primeira terça-feira do mês
<b>Private Banking</b>	<p>Promover o desenvolvimento de práticas que tragam mais transparência aos serviços prestados a clientes de alta renda do segmento de <i>private banking</i>.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Regulação e Melhores Práticas; de Base de Dados; de <i>Suitability</i>; de Assuntos Regulatórios; e de Produtos de <i>Private Banking</i>.</p>	Segunda quarta-feira do mês
<b>Produtos de Tesouraria</b>	<p>Estimular o desenvolvimento de novos produtos e o aprimoramento do aparato regulatório e operacional dos produtos de Tesouraria já existentes. Coordena reuniões periódicas com o</p>	Segunda quinta-feira do mês

<sup>257</sup> As ETFs são as *Exchange Traded Funds*, ou seja, fundos espelhados em índices e suas cotas são negociadas em bolsa da mesma forma que as ações. BM&FBOVESPA. *ETFs – Fundos de Índices*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/etf/fundo-de-indice.aspx?idioma=pt-br>>.

	<p>Departamento de Normas do Sistema Financeiro (Denor) do Banco Central.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Derivativos de Balcão; Produtos; e Títulos do Agronegócio.</p>	
<p><b>Produtos Imobiliários</b></p>	<p>Identificar iniciativas que levem ao aprimoramento do ambiente de negócios para os produtos financeiros imobiliários.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Fundos de Investimentos Imobiliários; de Certificado de Recebíveis Imobiliários; de Regulação e Melhores Práticas; e de Base de Dados Imobiliários.</p>	<p>Terceira terça-feira do mês</p>
<p><b>Representação do Selic</b></p>	<p>Promover a discussão sobre questões negociais relacionadas ao Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e ao desenvolvimento de novas funcionalidades no sistema. É um canal de relacionamento com o Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab) do Banco Central.</p>	<p>Terceira quarta-feira do mês</p>
<p><b>Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais</b></p>	<p>Promover ações e práticas que possibilitem maior eficiência, profissionalismo e menor custo dos serviços oferecidos ao mercado de capitais. É constituído por representantes dos serviços de Custódia, Controladoria, Representação Local de Investidores Estrangeiros, Controles de Enquadramento, entre outros, prestados a investidores institucionais que buscam mais segurança e controle na administração de seus investimentos.</p> <p>Possui como subcomitês vinculados os de Serviços a Investidores Domésticos; de Serviços a Investidores Estrangeiros; de Regulação e Melhores Práticas e de Padronização.</p>	<p>Segunda quarta-feira do mês</p>

(ii) **Autorregulação** – a ANBIMA estabeleceu vários códigos de melhores práticas de negócios que devem ser seguidos pelos associados que aderirem a tais estatutos. Tais códigos são elaborados através de discussão entre os associados de cada segmento, que propõem as regras e as formalizam. A ANBIMA mantém organismos de supervisão de mercado, cujo objetivo é monitorar os associados que aderiram aos Códigos e aplicar penalidades em caso de descumprimento de regras assumidas;

(iii) **Qualificação** – A ANBIMA mantém um programa de Certificação Profissional, além de uma área de treinamento que oferece cursos, apóia iniciativas de educação do investidor e dá suporte a programas de educação financeira do governo e de outras instituições. Observe que as atividades de certificação compõem a autorregulação exercida pela entidade, apesar de ser indicada por ela como qualificação; e

(iv) **Informação** – A ANBIMA é um dos principais provedores de informação sobre os segmentos que representa, mantendo a mais extensa base de dados privados sobre o mercado de capitais brasileiro. São divulgados indicadores e estatísticas com os objetivos de consolidar o conhecimento sobre o mercado de capitais e fomentar negócios.

Dentre os objetivos da ANBIMA, dispostos no artigo 3º do seu Estatuto Social<sup>258</sup>, três possuem natureza de autorregulação:

---

<sup>258</sup> Artigo 3º: A Associação tem como objetivos:

I – representar e assistir técnica e juridicamente seus Associados em assuntos de interesse dos mercados financeiro e de capitais;

II – desenvolver gestões perante as autoridades competentes sobre assuntos atinentes às atividades de seus Associados;

III – incentivar as relações entre as instituições que operam nos mercados financeiro e de capitais;

IV – amparar os legítimos interesses dos mercados financeiro e de capitais perante os poderes públicos, visando ao seu desenvolvimento, bem como ao desenvolvimento das instituições que neles operam;

V – manter intercâmbio com entidades nacionais ou internacionais que tenham objetivos conexos, correlatos e/ou complementares ao da Associação;

VI – estabelecer princípios éticos a serem respeitados pelos Associados no exercício de suas atividades;

VII – promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais, inclusive através da elaboração, negociação e implantação de Códigos de Regulação e Melhores Práticas que definam normas e procedimentos e prevejam punições decorrentes do descumprimento de tais Códigos, a serem observados por todos os Associados e outras entidades que decidirem aderir a tais normas;

(i) estabelecer princípios éticos a serem respeitados pelos associados no exercício de suas atividades (alínea “V”);

(ii) promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais, inclusive através da elaboração, negociação e implantação de Códigos de Regulação e Melhores Práticas que definam normas e procedimentos e prevejam punições decorrentes do descumprimento de tais Códigos, a serem observados por todos os Associados e outras entidades que decidirem aderir a tais normas (alínea “VI”); e

(iii) atuar como entidade certificadora de profissionais de investimento, podendo, para tanto, elaborar e aplicar exames de certificação e outorgar validamente as certificações para os profissionais capacitados nos respectivos exames (alínea “VII”).

Observado o disposto acima, é possível afirmar que a ANBIMA utiliza prioritariamente dois mecanismos para promover a autorregulação de base voluntária de seus associados, quais sejam: o estabelecimento de Códigos de Regulação e Melhores Práticas e a

---

VIII – atuar como entidade certificadora de profissionais de investimento, podendo, para tanto, elaborar e aplicar exames de certificação e outorgar validamente as certificações para os profissionais capacitados nos respectivos exames;

IX – organizar, orientar, coordenar, ministrar ou dar parecer sobre programas de ensino, eventos, cursos e seminários destinados à formação e especialização de técnicos e profissionais dos mercados financeiro e de capitais, gratuitamente ou mediante remuneração;

X – contratar, prestar ou realizar serviços para as instituições que operam nos mercados financeiro e de capitais, por conta própria ou mediante empresa contratada, controlada ou em parceria com outras empresas;

XI – desenvolver, implantar, administrar ou operacionalizar sistemas operacionais, produtos e serviços para os mercados financeiro e de capitais, por conta própria, mediante empresa contratada, controlada ou

em parceria com outras empresas;

XII – promover, realizar, fomentar e divulgar estudos e pesquisas sobre os mercados financeiro e de capitais;

XIII – elaborar bases de dados contendo informações coletadas e/ou recebidas de Associados ou não associados sobre os mercados financeiro e de capitais;

XIV – distribuir informações de suas bases de dados e publicações a respeito dos mercados financeiro e de capitais, dirigidas a Associados ou não associados;

XV – constituir e/ou participar, como associada, sócia ou acionista, de associações, federações, entidades e/ou empresas nacionais e/ou internacionais, com ou sem fins lucrativos, que tenham objetivos conexos,

correlatos e/ou complementares aos da Associação; e

XVI – desenvolver outras atividades correlatas aos objetivos da entidade.

Certificação de profissionais que exercem atividades nos segmentos que representa. Necessário, portanto, verificar cada uma dessas formas.

Há vários códigos de autorregulação da ANBIMA, que tem como objetivo autorregular as inúmeras atividades profissionais de seus membros. É possível sintetizar todos os códigos de autorregulação da ANBIMA de acordo com o seu objetivo:

QUADRO X – Códigos de Autorregulação da ANBIMA

<b>Código</b>	<b>Objetivo</b>
<b>Novo Mercado de Renda Fixa</b>	Estabelece os princípios e normas que devem ser adotados nas emissões de ofertas de títulos e valores mobiliários no ambiente do Novo Mercado de Renda Fixa.
<b>Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários</b>	Abrange as melhores práticas a serem adotadas pelos agentes econômicos (coordenadores de ofertas) ao estruturar Ofertas Públicas de Valores Mobiliários, sejam elas ofertas primárias ou secundárias de valores mobiliários ou ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas.
<b>Fundos de Investimento</b>	Delimita os princípios que administradores e gestores de fundos de investimentos devem adotar, visando a aumentar a qualidade e a disponibilidade de informações, bem como elevar os padrões fiduciários.
<b>Programa de Certificação</b>	Dispõe sobre a obrigatoriedade dos profissionais que desempenham as atividades de comercialização e distribuição de produtos de investimento e dos profissionais que desempenham a atividade de gestão profissional de recursos de terceiros de obterem a certificação pertinente. Estabelece os princípios e padrões de conduta que estes profissionais devem utilizar no desempenho de suas atividades.
<b>Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais</b>	Define e regulamenta as atividades relacionadas ao serviço de custódia, contabilidade e controladoria de ativos e passivos, determinando que as instituições observem um conjunto de exigências mínimas superiores às exigidas pela legislação.
<b>Private Banking no</b>	Define as atividades que caracterizam a prestação do serviço de <i>private</i>

<b>Mercado Doméstico</b>	<i>banking</i> no mercado brasileiro e estabelece requisitos mínimos a serem respeitados pelas instituições participantes que atuam neste segmento.
<b>Atividades Conveniadas</b>	Estabelece normas relativas à atuação da ANBIMA e das instituições associadas em decorrência de convênios (registro de ofertas e penalidades) celebrados com instituições públicas e/ou privadas.
<b>Gestor de Patrimônio</b>	Define e regulamenta a Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro, estabelecendo os requisitos mínimos a serem respeitados pelas instituições participantes que atuam neste segmento.
<b>Mercado Aberto</b>	Contém os princípios e as regras que devem ser observados pelas instituições associadas e aderentes no que diz respeito às atividades desenvolvidas pelas suas respectivas tesourarias quando atuando nos mercados de renda fixa e derivativos de balcão.
<b>Mercado de FIP e FIEE</b>	Padroniza e promove o desenvolvimento das práticas de <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> no mercado brasileiro.
<b>Processos da Regulação e Melhores Práticas</b>	Reúne as normas relativas à condução de procedimentos de investigação e processo sancionador para apuração de descumprimento às regras estabelecidas nos Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA. Tem como premissas a consolidação dos ritos processuais, a valorização da autorregulação, a segurança jurídica e a prevenção de questões judiciais, e como princípios ampla defesa, contraditório, devido processo legal e duplo grau de jurisdição

Fonte: ANBIMA < <http://portal.ansbima.com.br/>>

Cada um desses códigos estabelece normas técnicas e éticas que deverão ser observadas por aqueles que a eles aderirem, bem como estabelece as penalidades em caso de descumprimento. O processo sancionador está disposto no código denominado de “Processos da Regulação e Melhores Práticas” e as penalidades estão dispostas em cada um dos “Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA”.

Com relação às certificações, atualmente a ANBIMA é a principal entidade certificadora de profissionais do mercado de valores mobiliários brasileiro. Ela possui um

programa de certificação continuada que objetiva promover a atualização contínua dos profissionais que exercem atividades a ela relacionadas.

Conforme ressaltado por Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos, a despeito de não lhes ser exigido pelas normas estaduais ou federais, muitos profissionais ligados ao mercado de valores mobiliários obtêm certificações profissionais.<sup>259</sup> As certificações concedidas pela ANBIMA são as seguintes:

(i) **CPA-10** – destina-se a certificar que os profissionais que desempenham atividades de comercialização e distribuição de produtos de investimento diretamente ao público investidor em agências bancárias ou aqueles que realizam o atendimento ao público investidor em centrais de atendimento tenham conhecimento do funcionamento do sistema financeiro nacional. Após a entrada em vigor do “Código de Regulação e Melhores Práticas para o Programa de Certificação”, em janeiro de 2008, foi instituída a necessidade de atualização contínua de todos os profissionais já certificados na CPA-10. São dois os instrumentos destinados à atualização: a) participação em programas de treinamento, oferecidos ou validados pela associação, com este propósito específico ou b) a realização de Exame de Atualização;

(ii) **CPA-20** – destina-se a certificar profissionais que desempenham atividades de comercialização e distribuição de produtos de investimento diretamente aos investidores qualificados<sup>260</sup>, bem como aos gerentes de agências que atendam aos segmentos *private*, *corporate*, investidores institucionais, e aos profissionais que atendam aos mesmos segmentos em centrais de atendimento. Caso a instituição seja aderente ao “Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimentos”, os profissionais que atuem em centrais de atendimento devem possuir, obrigatoriamente, o CPA-20. A atualização ocorre da mesma forma que a descrita para o CPA-10;

(iii) **CGA** – destina-se a certificar o profissional que desempenha atividade de gestão remunerada de recursos de terceiros, possuindo poderes para tomar decisões de investimento.

---

<sup>259</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p.17.

<sup>260</sup> Abrange instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM (Artigo 109, da Instrução CVM n.º 409).

A atividade de gestão pode ser realizada por intermédio de veículos coletivos de investimento como fundos e clubes de investimento; ou individualmente como carteiras administradas. De acordo com o “Código de Regulação e Melhores Práticas para o Programa de Certificação”, todos os profissionais das instituições participantes que realizarem tais atividades deverão possuir essa certificação ou obterem a isenção, de acordo com regras estipuladas pela associação. Conforme o disposto no código de autorregulação aplicável, o profissional que obtiver a certificação ou a Isenção da CGA deverá renová-la anualmente;

i

(iv) **CEA** - destina-se a certificar profissionais que assessoram investidores em seu planejamento de investimentos, atuando em agências bancárias ou plataformas de investimento, sem possuir carteira de clientes. O especialista de investimento atua diretamente junto aos clientes ou aos gerentes de contas, fazendo suas recomendações para alocação de recursos em produtos dos mercados financeiro, de capitais e de previdência complementar aberta, de acordo com o perfil do investidor; e

(v) **CFP** – destina-se a atestar que o profissional é um planejador financeiro com múltiplas especialidades, com visão estratégica e conhecimentos de administração de investimentos, gerenciamento de riscos, previdência complementar, seguros, planejamento financeiro, fiscal e sucessório. Ele atua como um consultor, que avalia os objetivos, expectativas e necessidades de cada cliente visando desenvolver, apresentar e executar estratégias de planejamento financeiro adequadas ao perfil do cliente.

Em termos estatísticos, Gustavo Mathias Alves Pinto afirma que “no período de 1998 a 2009, a Anbid (*atual ANBIMA*) já aplicou mais de 1.000 multas, 6.000 cartas de advertência, e instaurou mais de 50 processos contra instituições financeiras” em sua atividade de autorregulação. “Nesse mesmo intervalo, foram também analisadas em torno de 650 ofertas públicas e 12.600 fundos de investimento para fins de registro.”<sup>261</sup>

Na realidade, conforme aponta Luciana Pires Dias, desde o ano de 2000, nenhuma oferta pública de ações ocorreu sem que fossem observadas as regras da ANBIMA:

As normas emitidas pela ANBID (*atual ANBIMA*) são especialmente importantes por duas razões. Primeiramente, elas impulsionaram e imprimiram padrões éticos mais rigorosos nas emissões de valores

---

<sup>261</sup> PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2011, p. 273 e 274.

mobiliários do mercado nacional. Somente foi possível falar em níveis de transparência aceitáveis, de acordo com padrões internacionais, na emissão de valores mobiliários no Brasil após a edição do Código da ANBID (*atual ANBIMA*). A outra razão liga-se à importância da própria entidade, pois, segundo especialistas do mercado, nenhuma emissão pública de valores mobiliários de alguma relevância, após 2000, foi realizada sem o cumprimento das regras editadas pela ANBID (*atual ANBIMA*).<sup>262</sup>

A observância das normas estabelecidas pela ANBIMA confere ao interessado o direito de utilizar o “*Selo Anbima*” de qualidade.<sup>263</sup> A ANBIMA, inclusive, passou a atuar de maneira a antecipar medidas estudadas pela CVM, tornando-as obrigatórias para seus associados que a elas aderissem, conforme alertam Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos:

Há pelo menos dois exemplos recentes. O primeiro, em 2006, relativo aos chamados fundos de investimento “*raspa-conta*”, de aplicação automática de recursos depositados em contas correntes bancárias. A Deliberação Anbid nº 29, de outubro de 2006, proibiu a utilização desse produto para pessoas físicas não qualificadas, e, nos demais casos, exigiu documentação e informação adicional, tendo em vista, entre outros fatores, a perda da garantia do Fundo Garantidor de Depósitos – FGC enquanto os recursos transitavam pelos fundos de investimento.<sup>264</sup>

Diante do exposto, observa-se que a ANBIMA possui destaque na autorregulação de base voluntária exercida no Brasil, sendo a sua atuação fundamental para a definição de padrões técnicos e éticos que são seguidos por seus associados.

#### 5.1.2. ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas<sup>265</sup>

A ABRASCA é uma associação, criada em 21 de dezembro de 1971, que possui como objetivo principal a defesa dos interesses das companhias de capital aberto brasileiras. A ABRASCA busca o desenvolvimento dos mecanismos do mercado de capitais e a disseminação de informações sobre os valores mobiliários.

<sup>262</sup> DIAS, Luciana Pires. *Op. cit.*, p. 156.

<sup>263</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p. 33.

<sup>264</sup> TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Op. cit.*, p. 34.

<sup>265</sup> As informações contidas neste tópico foram obtidas no site da ABRASCA <<http://www.abrasca.org.br>>

Além das companhias abertas, podem associar-se à ABRASCA companhias fechadas e outras pessoas jurídicas que captam recursos de terceiros sob qualquer forma (salvo aquelas que o fazem exclusivamente por intermédio de empréstimos bancários), que prestam consultoria voltada para a emissão ou colocação de valores mobiliários, ou que invistam no capital social de outras empresas.

A associação possui representação formal perante inúmeras entidades<sup>266</sup> e mantém 03 (três) comissões técnicas permanentes, integradas por representantes indicados pelas próprias companhias associadas. As comissões se reúnem periodicamente para examinar assuntos técnicos previamente selecionados e que constam do memorando de convocação. Posteriormente, os resultados dos debates são publicados no boletim semanal da Abrasca Sia & Cia. As comissões são as seguintes:

- (i) Comissão de Auditoria e Normas Contábeis (Canc);
- (ii) Comissão Jurídica (Cojur); e
- (iii) Comissão de Mercado de Capitais (Comec).

O principal instrumento de autorregulação da ABRASCA é o seu Código de Autorregulação, celebrado no ano de 2010, que possui como objetivo estabelecer um padrão adequado de governança corporativa entre os seus membros. São exemplos das matérias dispostas no referido código: composição do conselho de administração; diretoria executiva; política de remuneração dos administradores; controles internos e gestão de riscos; operações com partes relacionadas; controle e divulgação de informações relevantes; relação com o mercado de capitais; reorganizações societárias; etc.. Alguns desses tópicos refletem preocupações manifestadas pela CVM, como, por exemplo, o tema da gestão de riscos, cuja relevância se relaciona com as perdas com derivativos financeiros que algumas empresas

---

<sup>266</sup> Dentre as quais podemos citar: (i) ABVCAP - Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital; (ii) Comissão Consultiva de Normas Contábeis da CVM; (iii) Comissão Consultiva de Listagem da BMF&BOVESPA; (iv) Comitê Consultivo de Educação da CVM; (v) CODIM - Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado; (vi) CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis; (vii) CRSFN - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; (viii) Conselho de Regulação e Melhores Práticas do Mercado de Capitais da ANBIMA; (ix) ENEF - Estratégia Nacional de Educação Financeira; (x) IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais; (xi) IBRI - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores; (xii) INI - Instituto Nacional de Investidores; (xiii) Plano Diretor do Mercado de Capitais; (xiv) SPED - Sistema Público de Escrituração Digital.

sofreram em 2.008, evidenciando a necessidade de reforçar o papel dos conselheiros nos controles internos das companhias.

A ABRASCA orienta os seus associados a adotar o Código de Autorregulação para evitar que haja regulação estatal em relação aos tópicos nele dispostos, pois, segundo a associação, o Estado possui menor sensibilidade para as peculiaridades inerentes à administração das sociedades anônimas. O Código de Autorregulação da ABRASCA utiliza a abordagem do “aplique ou explique”, que objetiva dar liberdade para cada companhia manter suas peculiaridades, desde que ela demonstre como observa os princípios e padrões de boa governança.

### 5.1.3. ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria<sup>267</sup>

A Associação Nacional das Corretoras e Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadoria (ANCORD) é o resultado da união entre a Associação Nacional das Corretoras de Valores (“ANCOR”) e a Associação das Empresas Distribuidoras de Valores (“ADEVAL”), ocorrida em janeiro de 2011. No âmbito do mercado de valores mobiliários, ela representa as corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

A ANCORD possui representatividade nas seguintes entidades: (i) CNF - Confederação Nacional das Instituições Financeiras; (ii) CRSFN - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; (iii) MERCAPREV - Fundo de Pensão Multipatrocinado das Instituições do Mercado Financeiro e de Capitais; (iv) ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais; (v) Associação Viva o Centro - São Paulo; (vi) CODEMEC - Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais; (vii) CNB - Comissão Nacional de Bolsas; (viii) CODIM - Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado; e (ix) INI - Instituto Nacional de Investidores.

A ANCORD possui os seguintes comitês setoriais: Ações; Derivativos; Renda Fixa, Títulos Públicos, Mercado Secundário e de Balcão; Câmbio; Controles e procedimentos administrativos e operacionais. Em conjunto com a BM&FBOVESPA compõe o Comitê de

---

<sup>267</sup> As informações contidas neste tópico foram obtidas no site da ANCORD <<http://www.ancor.com.br/>>

Fortalecimento da Indústria de Intermediação onde são debatidas medidas para incentivar o crescimento e o fortalecimento do setor.

A atividade de autorregulação da ANCORD é realizada por meio das certificações de Ouvidores e de Agentes Autônomos de Investimento (já apresentada em capítulo anterior), as quais são exigidas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, respectivamente.

#### 5.1.4. APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais<sup>268</sup>

A Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) foi criada em junho de 1988, com a finalidade de congregiar todas as APIMECS Regionais - Distrito Federal, Minas Gerais, Nordeste, Rio de Janeiro, São Paulo e Sul. A associação concentra as suas atividades de certificação dos profissionais, de representação política institucional frente ao governo e entidades representativas congêneres do mercado, e de intercâmbio internacional com outras confederações de profissionais.

A Apimec possui representação nas seguintes entidades: (i) Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC; (ii) Comissão Consultiva de Normas Contábeis – CCNC; (iii) Comissão Julgadora do 13º Prêmio Abrasca Melhor Relatório Anual; (iv) Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado – CODIM; (v) Conselho Honorário do *Carbon Disclosure Project - South America* (CDP-SP); (vi) Conselho do Índice de Sustentabilidade Empresarial – Bovespa; (vii) Conselho de Autorregulação da Certificação – ANBIMA; (viii) Comitê Consultivo de Educação; (ix) Conselho Consultivo do Programa de Certificação de Conselheiros do IBGC; (x) Conselho de Regulação e Melhores Práticas do Programa de Certificação Continuada – ANBIMA; (xi) Conselho de Regulação e Melhores Práticas para Atividade de Gestor de Patrimônio Financeiro – ANBIMA; (xii) Conselho de Autorregulação de Fundos de Investimentos; (xiii) Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC; (xiv) Comitê para Desenvolvimento do Mercado de Capitais – CODEMEC; e (xv) Grupo de Trabalho para análise das novas normas do IASB.

---

<sup>268</sup> As informações contidas neste tópico foram obtidas no site da ANCORD <<http://www.apimec.com.br/>>

A APIMEC, em sua atividade autorregulatória, realiza a certificação dos Analistas de Valores Mobiliários, conforme já descrito no capítulo anterior.

## 5.2. BM&FBovespa e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Consoante o disposto no Capítulo 2 deste trabalho, a então Bovespa criou, em dezembro de 2000, os níveis diferenciados de “Governança Corporativa”<sup>269</sup>, denominados de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Esses níveis são, na realidade, segmentos de listagem especiais de ações. As companhias que desejam ter as suas ações negociadas nesses segmentos têm que firmar um acordo com a Bovespa (denominado “Contrato de Participação”), por meio do qual se comprometem a adotar algumas regras de proteção dos investidores, transparência, divulgação de informações, etc., que não são exigidas pela legislação federal.

A criação dessas listagens de ações foi influenciada pela atuação dos investidores institucionais que exigiam algumas regras diversas daquelas então vigentes. Para Maria Mercè Darnaculleta i Gardella esse fenômeno pode ser explicado da seguinte forma:

O aumento do número de empresas que se nutrem de investidores anônimos, através de sua emissão de ações em bolsa, e a conseqüente necessidade de oferecer confiança a esses investidores, dá lugar à aparição de códigos de bom governo ou normas internas que tentam garantir a transparência da gestão. É necessário, pois, encontrar critérios de legitimação de quem, dentro de uma empresa, exercem determinado poder. Ditos critérios se baseiam em sua profissionalização e na confiança.<sup>270</sup>

---

<sup>269</sup> De acordo com o conceito veiculado pelo IBGC, “Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>.

<sup>270</sup> DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Op. cit.*, p. 74. Texto original: “El aumento del número de empresas que se nutren de inversores anónimos, a través de su cotización en bolsa, y la consiguiente necesidad de ofrecer confianza a estos inversores, da lugar a la aparición de códigos de buen gobierno o normas internas que intentan garantizar la transparencia de la gestión. Es necesario, pues, encontrar criterios de legitimación de quienes, dentro de una empresa, ejercen determinado poder. Dichos criterios se basan en su profesionalización y en la confianza.”

Esse mecanismo auxiliou o renascimento do mercado de valores mobiliários brasileiro na última década, sendo importante mencionar que desde o ano de 2004 nenhuma oferta pública inicial de ações foi realizada fora de alguma dessas listagens. A seguir iremos demonstrar quais são as principais obrigações que devem ser assumidas pelas companhias que aderem voluntariamente a esses segmentos de listagem de ações administrados pela BM&FBOVESPA.

#### 5.2.1. Níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa

Os segmentos de listagem de ações da BM&FBOVESPA se estruturam de acordo com o número de obrigações que são assumidas pelas companhias que desejam a eles aderir. O segmento que possui menos exigências é denominado Nível 1. O Nível 2, por sua vez, é o intermediário e o Novo Mercado é aquele que possui a maior quantidade de obrigações. Os dois primeiros segmentos foram criados para as companhias que já possuem as suas ações listadas na bolsa e que desejam adotar melhores práticas perante os seus investidores, ao passo que o Novo Mercado é o nível considerado ideal de adoção da governança corporativa. Atualmente, há uma pressão do mercado para que as ofertas públicas iniciais de ações ocorram no Novo Mercado, sob pena da companhia não conseguir uma colocação no preço esperado.

De acordo com o “Regulamento de listagem do Nível 1” da BM&FBOVESPA<sup>271</sup>, as companhias deverão adotar algumas práticas adicionais àquelas já exigidas pela legislação vigentes. Essas práticas são relacionadas, principalmente, à maior exigência na divulgação de informações, podendo ser destacadas as seguintes:

(i) **Requisitos Adicionais para as Informações Trimestrais – ITR.** Nas notas explicativas das Informações Trimestrais, além das informações previstas na legislação, a companhia deverá obrigatoriamente incluir uma nota sobre transações com partes relacionadas, contendo as divulgações previstas nas regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras anuais;

---

<sup>271</sup> BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do Nível 1*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1.pdf>>.

(ii) **Requisito Adicional para o Formulário de Referência.** A companhia deverá informar e manter atualizada a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que possuir 5% (cinco por cento) ou mais das ações de cada espécie e classe do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, desde que a Companhia tenha ciência de tal informação;

(iii) **Calendário Anual.** A companhia deverá enviar à BM&FBOVESPA e divulgar, até 10 de dezembro de cada ano, um Calendário Anual para o ano civil seguinte, contendo, no mínimo, menção e respectiva data dos atos e eventos societários, da reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados e da divulgação das informações financeiras programadas para o ano civil seguinte, conforme modelo divulgado pela BM&FBOVESPA;

(iv) **Política de Negociação de Valores Mobiliários.** A companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA, política de negociação de valores mobiliários de emissão da companhia que será aplicável, no mínimo, à própria companhia, ao acionista controlador, aos membros do conselho de administração e do conselho fiscal, quando instalado, aos diretores e a membros de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária;

(v) **Código de Conduta.** A Companhia deverá elaborar, divulgar e enviar à BM&FBOVESPA código de conduta que estabeleça os valores e princípios que orientam a companhia e que devem ser preservados no seu relacionamento com administradores, funcionários, prestadores de serviço e demais pessoas e entidades com as quais a Companhia se relacione;

(vi) **Dever de Informar.** O acionista controlador e as pessoas a ele vinculadas ficam obrigados a comunicar à companhia a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia de que sejam titulares direta ou indiretamente, inclusive derivativos a eles referenciados. Tal comunicação deverá ser feita imediatamente após a aquisição do poder de controle;

(vii) **Percentual Mínimo de Ações em Circulação.** A Companhia deve ter, em circulação na bolsa, o percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do total de suas ações durante todo o período em que os valores mobiliários por ela emitidos permaneçam registrados para negociação no Nível 1; e

(viii) **Arbitragem.** A BM&FBOVESPA, a companhia, o acionista controlador, os demais acionistas da companhia, os administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada aos instrumentos de autorregulação perante a Câmara de Arbitragem do Mercado.

As companhias que aderirem ao Nível 2, por sua vez, além das exigências dispostas na legislação e no Nível 1, deverão adotar adicionalmente outras que, em sua maioria, possuem natureza de proteção aos acionistas minoritários<sup>272</sup>:

(i) **Limitação de Voto.** A Companhia não poderá prever, em seu estatuto social, disposições que limitem o número de votos de acionista ou grupo de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do total das ações com direito a voto, exceto nos casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicável à atividade desenvolvida pela companhia, que sejam devidamente fundamentados e submetidos para aprovação da BM&FBOVESPA;

(ii) **Disposições do Estatuto Social.** Exceto nos casos exigidos em lei ou regulamentação aplicável, as companhias não poderão prever, em seus estatutos sociais, disposições que: (i) estabeleçam quorum qualificado para a deliberação de matérias que devam ser submetidas à assembleia geral de acionistas; e (ii) impeçam o exercício de voto favorável ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias; e

(iii) **Contratação da Alienação de Controle da Companhia.** A alienação de controle da companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da companhia de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante (ou seja, mesmo preço de alienação).

---

<sup>272</sup> BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do Nível 2.* Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>>.

Por fim, as companhias que aderirem ao Novo Mercado, além das exigências dispostas na legislação, no Nível 1 e no Nível 2, deverão emitir apenas ações ordinárias<sup>273</sup>. O fundamento dessa exigência é o estabelecimento dos mesmos direitos e obrigações a cada uma das ações emitidas pela companhia, variando os direitos dos acionistas apenas pelo número de ações que detém.

De acordo com os regulamentos de cada um desses segmentos, poderá a BM&FBOVESPA, conforme o caso, aplicar penalidades à companhia ou aos seus administradores que descumprirem as normas que aderiram. As penalidades poderão ter natureza pecuniária, v. g. multa, ou não pecuniária. Essas últimas poderão implicar na suspensão da negociação dos valores mobiliários companhia ou mesmo no cancelamento da autorização da companhia de negociar suas ações nesses segmentos diferenciados.

---

<sup>273</sup> BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>.

## CONCLUSÃO

Diante de todo o exposto, conclui-se que:

1) A coordenação da economia é realizada pelo Estado por meio da regulação, pelo Mercado por meio da concorrência, e por Entidades Profissionais Privadas (geralmente, associações) por meio da autorregulação;

2) A coordenação realizada apenas pela regulação estatal não é capaz de manter a confiança dos agentes econômicos no mercado de valores mobiliários, o qual possui como características essenciais a incerteza e a complexidade. É necessário um modelo que conjugue essas três formas de coordenação;

3) A autorregulação é uma das formas de coordenação realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente em entidades profissionais privadas e que se materializa por meio da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, bem como pela fiscalização e aplicação de sanções disciplinares para os que estiverem a ela submetidos;

4) A autorregulação pode ocorrer por meio de imposição ou do reconhecimento oficial do Estado, quando será denominada autorregulação de base legal, ou por meio de vinculação voluntária dos agentes econômicos, hipótese em que será denominada autorregulação de base voluntária;

5) Os espaços de desenvolvimento da autorregulação são aqueles que possuem um conteúdo profissional, caracterizado por sua complexidade técnica ou ética;

6) A autorregulação deverá sofrer limitações sempre que houver conflitos de interesses, o que não retira a possibilidade dela ser aplicada em situações que existam interesses divergentes (v.g., autorregulação exercida pelas bolsas). Nessa hipótese, o Estado deverá fiscalizar as atividades das entidades e estabelecer estruturas que minimizem a possibilidade da ocorrência de distorções;

7) As vantagens da adoção da autorregulação são: maior flexibilidade, maior legitimidade, tratamento adequado de questões que possuam conteúdo técnico e ético, redução de custos para o Estado, etc. Na realidade, a autorregulação permite a coordenação de questões éticas e técnicas, as quais não haviam sido objeto de interferência estatal como ocorre na atualidade,

8) As bolsas de valores e as de mercadorias e futuros são os exemplos mais tradicionais de autorregulação, havendo delegação de poderes pela Lei 6.385/76 para a fiscalização de seus membros e das operações nela realizadas. Após o processo de desmutualização das bolsas brasileiras (que seguiu uma tendência mundial), a CVM editou a Instrução Normativa nº 461/07 que objetivou reduzir a possibilidade de ocorrência de conflitos de interesse entre as atividades empresarial e de autorregulação das bolsas brasileiras;

9) A CVM mantém uma série de convênios com entidades profissionais privadas, por meio dos quais outorga poderes de autorregulação para elas ou coordena a atuação da regulação e autorregulação para evitar a sobreposição de esforços. Pode ser destacado o convênio celebrado com a ANBIMA, em 2.008, por meio do qual essa associação passou a realizar a análise prévia do registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário;

10) Os analistas de valores mobiliários e os agentes autônomos de investimento, para o exercício de suas atividades, devem obter certificações profissionais emitidas pela APIMEC e ANCORD, respectivamente, consoante o disposto nas Instruções Normativas nº 483 e 497 da CVM. Assim, a CVM outorgou a competência para a verificação da capacidade técnica desses profissionais a essas entidades privadas;

11) Há várias associações privadas que se propõe a realizar a autorregulação de base voluntária no Brasil. Merece destaque a ANBIMA que estabeleceu inúmeros Códigos de Melhores Práticas e Certificações, que passam a ser obrigatórios para os membros que a elas aderem. Esses podem utilizar o “Selo ANBIMA” que atesta a observância das normas estabelecidas pela associação;

12) Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA são outro exemplo de sucesso da autorregulação de base voluntária no Brasil. Por meio dela, as

companhias aderentes passaram a se submeter a algumas restrições reclamadas pelos agentes econômicos e que não existiam na legislação federal. Desde o ano de 2.004, nenhuma companhia brasileira realizou oferta pública inicial de ações fora dessas listagens; e

13) Com o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a autorregulação possui um vasto campo de aplicação, notadamente em questões profissionais de conteúdo técnico e ético. A tendência é a aplicação cada vez maior desse instituto, tendo em vista a crescente profissionalização das atividades exercidas no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro. De toda forma, é necessária a conjugação adequada das três formas de coordenação para que a confiança dos agentes econômicos seja mantida e a evolução do mercado seja duradoura.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

### 1 Jurisprudência

Recurso Extraordinário nº 84.514 – Rio de Janeiro, julgado em 1º de dezembro de 1.977 pela Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal. Relator: Antonio Neder.

Recurso Extraordinário nº 86.771-6 – Rio de Janeiro, julgado em 16 de novembro de 1.978 pelo Tribunal Pleno do Supremo Tribunal Federal. Relator: Antonio Neder.

Recurso Extraordinário nº 94.978-0 – Rio de Janeiro, julgado em 12 de abril de 1.983 pela Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal. Relator: Oscar Corrêa.

## 2 Legislação

Constituição Federal de 1988.

Instrução Normativa nº 76/1998 do Departamento Nacional de Registro do Comércio – DNRC.

Instrução Normativa nº 409/2004 do Departamento Nacional de Registro do Comércio – DNRC.

Instrução Normativa nº 461/07 do Departamento Nacional de Registro do Comércio – DNRC.

Instrução Normativa nº 471/08 do Departamento Nacional de Registro do Comércio – DNRC.

Instrução Normativa nº 483/10 do Departamento Nacional de Registro do Comércio – DNRC.

Instrução Normativa nº 497/11 do Departamento Nacional de Registro do Comércio – DNRC.

Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993.

Resolução 2.690/00 do Conselho Monetário Nacional.

### 3 Livros, trabalhos acadêmicos, publicações em periódicos e outros meios

ABNT. *Conheça a ABNT*. Disponível em <<http://www.abnt.org.br>>.

ANCORD. *Edital de Abertura de Inscrições do 2º exame on-line de 2012 - São Paulo*. Disponível em <[http://www.ancord.org.br/Website\\_Ancord/agente\\_autonomo/edital\\_SP.pdf](http://www.ancord.org.br/Website_Ancord/agente_autonomo/edital_SP.pdf)>.

ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. São Paulo: Martin Claret, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inflação*, de setembro de 2011. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2011/09/ri201109b5p.pdf>>.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores. *Revista de Direito Público*, n. 81. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1987.

BM&FBOVESPA. *ETFs – Fundos de Índices*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/etf/fundo-de-indice.aspx?idioma=pt-br>>.

BM&F BOVESPA. *Ofertas Públicas e IPOs*. Disponível em <<http://bmfbovespa.comunique-se.com.br/list.aspx?idCanal=A21hwVksg41tvr7LFRtbZw==>>.

BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do Nível 1*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1.pdf>>.

BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do Nível 2*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>>.

BM&FBOVESPA. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>.

BSM. *Relatório de Atividade do Ano de 2011*. Disponível em <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/Relatorio-de-Atividades-2011.pdf>>.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Teoria Palco-Platéia – A Interação entre Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010.

CARVALHO, Fernão J. Cardim de; SOUZA, Francisco E. P.; SICSÚ, João; PAULA, Luiz F. R. de e STUDART, Rogério. *Economia Monetária e Financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CASADESUS-MASANELL, Ramon e SPULBER, Daniel F. *Trust and Incentives in Agency*. Disponível em: <<http://www-bcf.usc.edu/~idjlaw/PDF/15-1/15-1%20Casadesus-Masanell+Spulber.pdf>>.

CASTRO, Lavínia Barros de. *Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90. Economia Brasileira Contemporânea (1945 – 2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 – 3ª reimpressão.

CINTRA NETO, Manoel Felix. O futuro dos derivativos: regulação ou auto-regulação? *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, volume 41. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, julho-setembro/2008.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do seu Objeto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 60. São Paulo: Revista dos Tribunais, outubro-dezembro/1985.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Tendências Atuais do Direito Societário*. Palestra proferida em Curitiba, na Ordem dos Advogados do Brasil – Seção do Estado do Paraná, no dia 13 de agosto de 1999.

CVM. *Edital de Audiência Pública nº 06/2007*. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic\\_2007-06.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic_2007-06.pdf)>

CVM. *Estrutura Normativa do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>.

CVM. *Negociações "On Line"*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protiniv/caderno5.asp>>.

CVM. *O Plano Real e o Mercado de Valores Mobiliários*. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Arti\\_100.asp](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Arti_100.asp)>.

DARNACULLETA i GARDELLA, Maria Mercè. *Autorregulación y Derecho Público: La Autorregulación Regulada*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A. 2005.

DE LUCCA, Newton. *Da Ética Geral à Ética Empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2005.

Dicionário HOUAISS da Língua Portuguesa. Rio de Janeiro: Objetiva, 2009, 1ª edição.

EIZIRIK, Nelson. Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 48. São Paulo: Revista dos Tribunais, outubro-dezembro/1982.

FERREIRA, Luiz Eduardo Martins. As Bolsas de Valores no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 86. São Paulo: Revista dos Tribunais, abril-junho/1992, p. 45.

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GRAU, Eros. *O direito posto e o direito pressuposto*. São Paulo: Malheiros Editores, 2008 – 7ª edição revista e ampliada.

GREENSPAN, Alan. *A Era da Turbulência: Aventuras em um Novo Mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>.

IBGC. *Governança Corporativa – Seminário realizado em outubro de 1998*. Editado pelo Departamento de Relações Institucionais do BNDES, 1999.

IBGC. *Histórico*. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>.

INFOMONEY. *Análise Fundamentalista*. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/analise-financeira/noticia/569107>>.

IOSCO, *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, Disponível em <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD112.pdf>>.

IOSCO. *The MMoU: Ten years of Enhancing Cross-border Enforcement Cooperation*, disponível em <<http://www.iosco.org>>.

KUHNERT, Stephan. *The Man Who Heated Up Economic Discussion with a Stove: Walter Eucken's Challenge to the Social Sciences*. Disponível em <[http://www.indiana.edu/~voconf/papers/kuhnert\\_voconf.pdf](http://www.indiana.edu/~voconf/papers/kuhnert_voconf.pdf)>.

LISBOA, Roberto Senise. *Da Confiança como Valor Fundamental e Princípio Geral do Negócio Jurídico*. Tese para concurso de provimento do cargo de Professor Titular do Departamento de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2008.

LUKACS, John. *O fim de uma era*; tradução de Vera Ribeiro. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 2005.

LUHMANN, Niklas. *Confianza*. Barcelona: Anthropos Editorial, 2005.

MAGALHÃES, Gustavo Alexandre. *Convênios Administrativos: uma proposta de releitura do seu regime jurídico à luz de sua natureza contratual*. Tese de Doutorado apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, 2011.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. A Natureza Jurídica das atividades das Bolsas de Valores. *Revista de Administração de Empresas*, n. 26. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, janeiro-março/1986.

MÁYNES, Eduardo García. *Filosofía Del Derecho*. México D. F.: Editorial Porrúa, 2009.

MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto Regulação. *Revista de Direito Administrativo*, volume 228. Rio de Janeiro: Renovar, abril-junho/2002.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*, 7. ed. São Paulo: Malheiros, 1979.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Economia Brasileira em Perspectiva*. Edição Especial, ano de 2010. Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/docs/perspectiva-economia-brasileira/edicoes/Economia-Brasileira-Em-Perpectiva-Especial-10.pdf>>.

MOREIRA, Maurício Mesquita e CORREA, Paulo Guilherme. A First Look at the Impacts of Trade Liberalization on Brazilian Manufacturing Industry. *World Development*, v.26, n. 10. Washington, DC: Pergamon, october, 2008.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Crise e regulação dos mercados financeiros. A autorregulação regulada: uma possível resposta. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, volume 47. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, janeiro-março/2010.

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

MOURA, Lucas de e AZAMBUJA, Celso Candido de. *O Conceito de técnica segundo Aristóteles*. Disponível em

<[http://www.edipucrs.com.br/XISalaoIC/Ciencias\\_Humanas/Filosofia/83285-LUCASDEMOURA.pdf](http://www.edipucrs.com.br/XISalaoIC/Ciencias_Humanas/Filosofia/83285-LUCASDEMOURA.pdf)>.

PARDO, José Esteves. *El Desconcierto del Leviatán. Política y Derecho ante las Incertidumbres de la Ciencia*. Madrid: Marcial Pons - Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2009.

PEYREFITTE, Alain. *A Sociedade de Confiança*. Lisboa: Instituto Piaget, 1995.

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio e MOREIRA, Maurício Mesquita. O Brasil na Década de 90: uma transição bem-sucedida? *Textos para Discussão do BNDES*, nº 91. Rio de Janeiro: BNDES, novembro de 2001.

PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, 4a impressão.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2011.

PODESTÁ, Fábio Henrique. *O Princípio da Confiança na Teoria Contratual*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2007.

PRIGOGINE, Ilya. *O Fim das Certezas*; tradução Roberto Leal Ferreira. São Paulo: Editora da Universidade Estadual Paulista, 1996.

PRITCHARD Adam C. *Self-Regulation and Securities Markets*. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=318939](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318939)>.

REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. São Paulo: Saraiva, 2002.

REGO, Anna Lygia Costa. *Aspectos Jurídicos da Confiança do Investidor Estrangeiro no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010.

REQUIÃO, Rubens. *Direito Comercial*. 1º Volume. São Paulo: Saraiva, 2003.

RODRIGUES, Patrícia Costa e VERSIANI, F.R.Versiani. *Balanço de Pagamentos*. Disponível em <<http://vsites.unb.br/face/eco/inteco/textosnet/2parte/bp.pdf>>.

ROSA, Luis Fernando Franceschini da. *Emergência dos Standards de Regulação Financeira e as Transformações do Sistema Financeiro Internacional*. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2003

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica – Princípios e Fundamentos Jurídicos*. São Paulo: Malheiros Editores, 2008.

SAMPAIO, Gustavo José Marrone de Castro. *O Estado Regulador*. Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2007.

SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; e GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, volume 41. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, jul.-set./2008.

SCHULZ, Wolfgang e HELD, Thorsten. *Regulated Self-Regulation as a Form of Modern Government*. Eastleigh: John Libbery Publishing, 2004.

SOARES, Guido Fernando Silva. *Curso de Direito Internacional Público*. São Paulo: Atlas, 2002.

SOARES, Maurício Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários: instrumentos de regulação e de auto-regulação*. Rio de Janeiro: Editora Juarez de Oliveira, 2003.

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

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e Autorregulação no Brasil e a crise internacional* [on line] 2009. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp>>.

VERGARA, Henrique de Rezende. Aspectos da Desmutualização das Bolsas. *Direito Societário: Desafios Atuais*, Coord. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

YASBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. 1. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

WALD, Arnoldo e EIZIRIK, Nelson. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua Autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março/1986.

WALD, Arnoldo. O Mercado de Capitais no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, julho-setembro/1988.

WALD, Arnoldo. Dez anos de Capital Estrangeiro no Mercado de Capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, outubro-dezembro/2006.

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. A Desmutualização das Bolsas de Valores e os Novos Desafios da Regulação dos Mercados de Capitais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 144. São Paulo: Malheiros Editores, outubro-dezembro/2006.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *2011 WFE Market Highlights*. Disponível em <<http://www.world-exchanges.org>>.

#### 4 Sites pesquisados

ABRASCA - <http://www.abrasca.org.br/>

Acionista.com – <http://www.acionista.com.br/>

ANBIMA - <http://portal.anbima.com.br/>

ANCORD - <http://www.ancor.com.br/>

APIMEC - <http://www.apimec.com.br/>

BCB <<http://www.bcb.gov.br/>

BM&FBOVESPA – <http://www.bmfbovespa.com.br/>

BNDES – <http://www.bndes.gov.br/>

BSM – <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/>

CVM - <http://www.cvm.gov.br/>

IBGC – <http://www.ibgc.org.br/>

IOSCO – <http://www.iosco.org/>

IPEADATA – <http://www.ipeadata.gov.br/>

Ministério da Fazenda – <http://www.fazenda.gov.br/>

Presidência da República – <http://www.planalto.gov.br>

STF - <http://www.stf.gov.br/>