

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Manoel Gustavo Neubarth Trindade

**CONFORMAÇÃO REGULATÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS A PARTIR DAS
FALHAS DE MERCADO: PROPOSTA DE REGULAÇÃO DINÂMICA E
MODULÁVEL**

Porto Alegre

2017

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Manoel Gustavo Neubarth Trindade

**CONFORMAÇÃO REGULATÓRIA DO MERCADO DE CAPITAIS A PARTIR DAS
FALHAS DE MERCADO: PROPOSTA DE REGULAÇÃO DINÂMICA E
MODULÁVEL**

Tese apresentada como requisito para obtenção do título de Doutor pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Cesar Viterbo Matos Santolim

Porto Alegre

2017

Manoel Gustavo Neubarth Trindade

**Conformação regulatória do mercado de capitais a partir das falhas de mercado:
proposta de regulação dinâmica e modulável**

Tese apresentada como requisito para obtenção do título de Doutor pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Fernando José Borges Correa de Araújo

Prof. Dr. Juarez Freitas

Prof. Dr. Gerson Branco

Prof. Dr. Fabiano Koff Coulon

Prof. Dr. Cesar Viterbo Matos Santolim

Porto Alegre

2017

À Deus, pela existência, que é tudo; à Família, pela forja da identidade e felicidade de pertencer, tornando-nos quem somos; e aos Professores, que nos conduzem pelo caminho, por vezes doloroso, mas sempre recompensador, da evolução.

AGRADECIMENTOS

Agradeço imensamente à minha Família; à Helena, por tornar minha vida mais doce simplesmente pelo seu olhar sorridente e sua companhia surpreendentemente inteligente, tornando a minha existência ainda mais repleta de razão; à Ignez, pelo amor que me ensinou a amar e pela dedicada compreensão, especialmente nos meus momentos mais turbulentos; aos meus pais, Manoel e Suzana, assim como ao meu querido irmão, Eduardo, que acredito muitas vezes constituirmos um mesmo cerne e um mesmo ente, que nos dá identidade, força e perpetuação. Agradeço à Deus por tudo, infinitamente.

Agradeço ao meu muito estimado orientador, Prof. Dr. Cesar Viterbo Matos Santolim, pela sempre segura, balizada e percuriente orientação, ensejando a tranquilidade necessária para se traçar esse longo caminho da maneira mais serena possível, utilizando-se todo o potencial.

A todos os professores e amigos, que tanto contribuem e nos instigam a continuar evoluindo, muitas vezes mesmo sem saber, tornando essa passagem mais prazerosa.

RESUMO

A tese defendida é a de que a regulação do mercado de capitais, a qual possui como objetivo principal combater as falhas de mercado (assimetria informacional, custos de transação, poder de mercado e externalidades), deve ser sobretudo dinâmica, uma vez que o modo de incidência das falhas de mercado sobre a realidade regulada se altera e vem se alterando, cada vez mais, com maior frequência e profundidade, haja vista, sobretudo, o desenvolvimento tecnológico e as inovações, que alteram o cenário fático e, por conseguinte, o surgimento e a forma que as falhas de mercado se revelam. Outrossim, sustentamos que a regulação do mercado de capitais deve ser também modulável, porquanto as falhas de mercado, inclusive por conta da premissa anterior (dinâmica do mercado de capitais), incidem de forma diferenciada sobre os fenômenos regulados, a depender, especialmente, dos diferentes segmentos (e não setores) existentes no mercado de capitais, considerando-se, fundamentalmente, as características dos ativos, dos agentes econômicos e das estruturas de mercado envolvidos. E, por isso, a denominação da proposta, isto é, regulação dinâmica e modulável do mercado de capitais. Oportuno registrar que a inspiração para a tese surgiu de algumas constatações que são notórias (ou fatos estilizados), quais sejam: o mercado de capitais no Brasil não se revela eficiente do ponto de vista econômico, ou, no mínimo, abaixo das suas efetivas possibilidades; o mercado de capitais brasileiro é utilizado basicamente por um pequeno grupo de grandes empresas; as empresas no Brasil se financiam fundamentalmente por meio do mercado de crédito; no Brasil, observa-se uma das maiores médias de taxas de juros bancários; no Brasil, o número de investidores é baixo, bem como basicamente tomado por grandes investidores e investidores institucionais; o desenvolvimento tecnológico e as inovações vêm transformando rápida e profundamente as estruturas de mercado que se apresentam no mercado de capitais e, dessa forma, o modo de surgimento e de incidência das falhas de mercado. Nesse sentido, buscou-se investigar de que forma e quais são as condições para que a regulação possa mitigar as falhas de mercado no âmbito do mercado de capitais, a fim de otimizar a eficiência econômica, sendo que, para tanto, importante compreender como o mercado de capitais pode ensejar eficiência econômica, bem como de que modo as falhas de mercado, uma vez efetivamente compreendidas, incidem nesse mercado em particular, considerando as especificidades de cada segmento que compõe o mercado de capitais, devendo ser ponderadas, inclusive, as relações de custo-benefício (*trade-off*) existentes entre os custos derivados das exigências da regulação e os eventuais benefícios daí decorrentes. Assim sendo, concluiu-se que a regulação, seja de forma ativa ou mesmo reativa, deve ser proporcional e adequada aos segmentos envolvidos do mercado de capitais, que se dão em contexto dinâmico e desigual, considerando-se as características dos ativos, dos agentes econômicos e das estruturas de mercado em questão, inclusive de modo a democratizar o acesso à poupança pública e igualmente aos investimentos com maior possibilidade de retorno.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Falhas de Mercado. Regulação.

ABSTRACT

The thesis is that capital market regulation, whose main objective is to combat market failures (informational asymmetry, transaction costs, market power and externalities), should be especially dynamic, since the incidence of market failures on the regulated reality changes and is changing more and more frequently and more deeply, given the technological development and innovations that alter the factual scenario and, consequently, the Emergence and the way that market failures unfold. Furthermore, we argue that capital market regulation must also be modulated, since market failures, including on the basis of the previous premise (capital market dynamics), have a different effect on regulated phenomena, Different segments (and not sectors) in the capital market, basically considering the characteristics of the assets, the economic agents and the market structures involved. And so the denomination of the proposal, that is, dynamic and modulating regulation of the capital market. It is timely to note that the inspiration for the thesis arose from some findings that are notorious (or stylized facts), namely: the capital market in Brazil does not prove to be economically efficient, or at least below its effective possibilities ; The Brazilian capital market is basically used by a small group of large companies; Companies in Brazil are financed primarily through the credit market; In Brazil, one of the highest averages of bank interest rates; In Brazil, the number of investors is low, as well as basically taken by large investors and institutional investors; Technological development and innovation are rapidly and profoundly transforming the market structures that are present in the capital market and, thus, the way of appearance and incidence of market failures. In this sense, we sought to investigate how and what are the conditions for regulation to mitigate market failures in the capital market, in order to optimize economic efficiency, and for that, it is important to understand how the Capital market can lead to economic efficiency, as well as how market failures, once effectively understood, affect that particular market, considering the specificities of each segment that compose the capital market, and Cost-benefit (trade-off) between costs arising from regulatory requirements and any resulting benefits. Therefore, it was concluded that regulation, whether in an active or even reactive way, should be proportional and appropriate to the segments involved in the capital market, which occur in a dynamic and unequal context, considering the characteristics of the assets, agents Economic and market structures in question, including in order to democratize access to public savings and also to investments with the greatest possibility of return.

Keywords: Capital Market. Market Failures. Regulation.

RÉSUMÉ

L'argument avancé (these) est que la régulation du marché des capitaux, ce qui a pour principal objectif de remédier aux défaillances du marché (asymétrie d'information, les coûts de transaction, le pouvoir de marché et les externalités), devrait être particulièrement dynamique, car la manière l'incidence des défaillances du marché sur l'évolution du jeu de réalité et a changé, de plus en plus, avec une plus grande fréquence et la profondeur, étant donné, beaucoup, le développement technologique et l'innovation, qui modifient le scénario de fait et donc la apparence et ainsi que les défaillances du marché sont révélées. De plus, nous maintenons que la régulation du marché des capitaux doit être adaptable, parce que les défaillances du marché, y compris en raison de la prémisse précédente (marché des capitaux dynamique), se concentrent différemment sur les phénomènes réglementés, en fonction, notamment, la différents segments (secteurs) non existants sur le marché des capitaux, compte tenu fondamentalement les caractéristiques des actifs, des agents économiques et des structures du marché en cause. Et donc le nom de la proposition, à savoir, la réglementation dynamique et évolutive du marché des capitaux. Convient de noter que l'inspiration pour la thèse est venue de quelques résultats qui sont (ou faits stylisés) notoires, à savoir: le marché des capitaux au Brésil n'est pas efficace d'un point de vue économique, ou au moins en deçà de leurs possibilités réelles ; le marché des capitaux brésilien est essentiellement utilisé par un petit groupe de grandes entreprises; entreprises au Brésil est principalement financée par le marché du crédit; au Brésil, on observe l'un des taux d'intérêt bancaires moyen le plus élevé; au Brésil, le nombre d'investisseurs est faible et essentiellement pris en charge par les grands investisseurs et les investisseurs institutionnels; le développement technologique et l'innovation sont en train de transformer les structures de marché rapides et profondes qui se présentent sur le marché des capitaux et ainsi la voie d'émergence et de l'impact des défaillances du marché. En ce sens, nous avons cherché à déterminer comment et quelles sont les conditions pour que la réglementation visant à atténuer les défaillances du marché sur les marchés de capitaux afin d'optimiser l'efficacité économique, et, par conséquent, important de comprendre comment les marchés financiers peuvent donner lieu à l'efficacité économique, ainsi que la façon de commercialiser des échecs, comme compris efficace, se concentrent sur ce marché particulier, compte tenu des spécificités de chaque segment qui fait le marché des capitaux et devrait être pris en considération, y compris les relations rentable (compromis) existant entre les coûts découlant des exigences du règlement et des avantages qui en découlent. Par conséquent, il a été conclu que la réglementation, de façon active ou réactive même, doit être proportionnée et appropriée aux segments impliqués dans les marchés financiers, qui sont données dans un contexte dynamique et inégal, compte tenu des caractéristiques des actifs, des agents structures économiques et du marché en question, y compris afin de démocratiser l'accès au public et aussi les investissements les plus susceptibles de rapporter des économies.

Mots clefs: Marché des Capitaux. Défaillances du Marché. Régulation.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 11

2 SISTEMAS DE MERCADO, SISTEMA FINANCEIRO E EFICIÊNCIA ECONÔMICA 17

2.1 SISTEMA DE MERCADO (OU ECONOMIA DE MERCADO) E MERCADOS 18

2.2 MECANISMO DE MERCADO 19

2.3 EFICIÊNCIA ECONÔMICA 20

2.4 EFICIÊNCIA ECONÔMICA POR MEIO DO SISTEMA DE MERCADO 22

2.5 SISTEMA FINANCEIRO E EFICIÊNCIA ECONÔMICA 25

3 SEGMENTOS DO SISTEMA FINANCEIRO 29

3.1 MERCADO DE CRÉDITO 29

3.2 MERCADO MONETÁRIO 32

3.3 MERCADO DE CÂMBIO 32

3.4 MERCADO DE SEGUROS 33

3.5 MERCADO DE PREVIDÊNCIA PRIVADA 34

3.6 MERCADO DE DERIVATIVOS 34

3.7 MERCADO DE CAPITALIS 37

4 RECONHECIMENTO DA EXISTÊNCIA DAS FALHAS DE MERCADO 43

4.1 SISTEMA DE MERCADO E INEFICIÊNCIAS 43

4.1.1 Crises Sistêmicas 44

4.1.2 Deficiências Setoriais 45

4.2 AS FALHAS DE MERCADO 47

4.3 ASPECTOS CONCEITUAIS E UNICIDADE SEMÂNTICA 52

5 FALHAS DE MERCADO EM ESPÉCIE 58

5.1 A ASSIMETRIA INFORMACIONAL 58

5.1.1 Seleção Adversa 62

5.1.2 Risco Moral 65

5.1.3 O Problema da Assimetria Informacional no Mercado de Capitais 66

5.1.3.1 Insider Trading 70

5.1.3.2 Princípio do Full Disclosure 73

5.1.3.3 Problemas de Agência – Relação de Agente - Principal - Churning 76

5.1.3.4 Benefícios Privados do Controle e Proteção dos Acionistas Minoritários 84

5.1.3.5 Autorregulação 89

5.1.3.6 Hipossuficiência Informacional e Categorias de Investidores 92

6 OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO 100

6.1 CONCEITO DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO 102

6.2 OS DETERMINANTES DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO	106
6.3 CLASSIFICAÇÃO DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO	108
6.3.1 Custos de Pesquisa (<i>Search and Information Costs</i>)	109
6.3.2 Custos de Negociação (<i>Bargain Costs</i>)	109
6.3.3 Custos de Monitoramento e Implementação (<i>Policing and Enforcement Costs</i>)	110
6.3.3 Custos de Conformidade	111
6.4 O PROBLEMA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	111
6.4.1 Normas Imperativas e Supletivas do Mercado de Capitais e Redução dos Custos de Transação	112
6.4.2 Padronização dos Contratos e Redução dos Custos de Transação	117
6.4.3 Teoria da Firma e os Custos de Transação	130
6.4.4 A Tendência da Redução dos Custos de Transação e de Informação	132
7 PODER DE MERCADO	137
7.1 PODER DE MONOPÓLIO	144
7.1.1 Decisão de Produção do Monopolista: Receita Total, Média e Marginal	146
7.1.2 Deslocamentos da Oferta e da Demanda	148
7.1.3 Custos Sociais do Poder de Monopólio	151
7.1.4 Fontes do Poder de Monopólio	153
<i>7.1.4.1 A Elasticidade da Demanda</i>	<i>154</i>
<i>7.1.4.2 O Número de Ofertantes atuando no Mercado</i>	<i>156</i>
<i>7.1.4.3 O Grau de Interação entre os Ofertantes</i>	<i>158</i>
7.2 PODER DE MONOPSÔNIO	159
7.2.1 Decisão de Compra do Comprador com Poder de Monopsônio	161
7.2.2 Comparação entre Monopsônio e Monopólio	163
7.2.3 Fontes do Poder de Monopsônio	164
<i>7.2.3.1 Elasticidade da Oferta do Mercado</i>	<i>165</i>
<i>7.2.3.2 Número de Compradores</i>	<i>165</i>
<i>7.2.3.3 Integração entre os Compradores</i>	<i>166</i>
7.2.4 Custos Sociais do Poder de Monopsônio	166
7.3 COMBATE AO EXERCÍCIO ABUSIVO DO PODER DE MERCADO NO MERCADO DE CAPITAIS	168
8 AS EXTERNALIDADES	172
8.1 CONCEITO	172
8.2 CLASSIFICAÇÃO	177
8.2.1 Externalidades Negativas	177
8.2.2 Externalidades Positivas	181
8.3 EXTERNALIDADES NO MERCADO DE CAPITAIS	185

9	REGULAÇÃO DINÂMICA E MODULÁVEL DO MERCADO DE CAPITAIS	192
9.1	VALORES MOBILIÁRIOS E A CONFORMAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	195
9.1.1	O Conceito de Valor Mobiliário e a Delimitação do Mercado de Capitais	196
9.2	REGULAÇÃO DINÂMICA E MODULÁVEL	203
10	CONCLUSÃO	233
	REFERÊNCIAS	236

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais no Brasil exige olhar mais atento e regular, pois vive na maior parte do tempo um tanto quanto esquecido, apresentando, de tempos em tempos, espasmos de grande atenção, especialmente quando observadas altas pronunciadas das cotações das ações¹ negociadas em bolsa de valores,² despertando, assim, interesse em ganhos com movimentos especulativos de curto prazo,³ mas, infelizmente, não sustentável.

Isso porque o mercado de capitais pode exercer funções fundamentais na economia de um país, funcionando como mola propulsora e estabilizadora do crescimento econômico, de modo a desempenhar papel protagonista no processo de desenvolvimento, até mesmo como forma de democratização tanto do acesso à captação da poupança pública para os empreendedores como, também, à investimentos com possibilidades de maior rentabilidade para os poupadores, ainda mais considerando-se os avanços tecnológicos e, inclusive, as inovações disruptivas cada vez mais frequentes,⁴ como, por

¹ Oportuno registrar que as ações negociadas no mercado bursátil certamente constituem a espécie de valor mobiliário que mais atenção recebe da imprensa e do público em geral no mundo, muito embora não seja a que movimenta maior volume financeiro, como bem ressalta Ary Oswaldo Mattos Filho (2015, p. 193), nos seguintes termos: “A ação pode, sem sombra de dúvida, ser considerada como a quinta essência do valor mobiliário. É sobre ela que mais se discute e mais se escreve. Considerando a variação do seu preço, os jornais dedicam páginas inteiras para mostrar as perspectivas futuras de suas cotações. [...] Em resumo, o valor mobiliário ‘ação’ é o rei da cena, muito embora não seja, nem de longe, aquele que movimenta o maior volume de lançamentos nos mercados primários ou de transações nos mercados secundários. Esse cetro pertence aos mercados futuros de produtos agrícolas e às transações de produtos financeiros. Já no mercado de ofertas de emissões primárias, as debêntures também, vez por outra, superam a ação como rainha da cena.”

² Importante pontuar, desde já, que o mercado de capitais possui abrangência muito maior que o apenas o plano bursátil, compreendendo também, por exemplo, o mercado de derivativos, debêntures, entre outros.

³ Desde já, inarredável salientar que a posição aqui adotada em nada se contrapõe a prática especulativa no mercado de capitais. Pelo contrário, compreende-se a fundamental importância do especulador enquanto provedor de liquidez, assim como, portanto, para o estabelecimento, crescimento e sustentabilidade do mercado de capitais.

⁴ Os avanços tecnológicos vêm promovendo quebras de paradigma na conformação dos mercados em velocidade surpreendente, sobretudo devido à redução dos custos de transação e de obtenção de informação, permitindo interligar agentes econômicos diretamente, sem intermediários, independentemente da distância geográfica ou setor de atuação. Nesse contexto, crescente é o fenômeno da desintermediação, o que igualmente está por revolucionar o sistema financeiro e, dentro dele, o mercado de capitais, também conhecido justamente como mercado da desintermediação. Portanto, tais transformações parecem reforçar e contribuir para o crescimento e fortalecimento do mercado de capitais, aumentando a sua importância e participação como meio de financiamento de empreendimentos e, dessa forma, do crescimento e desenvolvimento econômico.

exemplo, os fenômenos das *fintechs*,⁵ *equity crowdfunding*,⁶ *blockchain*,⁷ entre outros.⁸ Para isso, deve ser bem investigado, compreendido⁹ e mesmo incentivado, continuamente.

⁵ O termo *fintech* foi cunhado a partir da junção das palavras em inglês “*financial*” (financeiro) e “*technology*” (tecnologia), sendo a sua origem atribuída a um programa de aceleração de *startups* promovido por uma empresa norte-americana chamada Accenture, em parceria com a Prefeitura de Nova Iorque, intitulado justamente *Fintech*. Com o tempo, o uso do termo se disseminou, passando a designar não só as *startups* (empresas em início de operação) desse setor, mas também as demais inovações desenvolvidas na área de serviços financeiros e de investimentos, com processos embasados, sobretudo, no uso intensivo de tecnologia.

Tais inovações acabam por gerar novos modelos de negócio, constituindo muitas vezes inovações disruptivas, em diversas áreas do sistema financeiro, como, por exemplo, na atividade bancária, de cartões de crédito e débito, de empréstimos pessoais e corporativos, de meios de pagamento, investimentos, derivativos, câmbio e seguros, ou seja, em diversos produtos e serviços financeiros.

A utilização intensiva de tecnologia vem tornando tais espécies de serviços mais simples, intuitivos, baratos e disponíveis, inclusive porque reduzem a necessidade de intermediação e, assim, de intermediadores, sendo na maior parte das vezes acessíveis via *internet* e *smartphones*, de modo a transformar tal setor da economia - que até hoje se caracterizava pela grande burocracia, complexidade e formalidade, justificadas, até então, em razão da segurança, cenário este que vem sendo rapidamente modificado pelas inovações tecnológicas e informacionais.

Nesse sentido, a tecnologia vem a oferecer produtos e serviços mais baratos, altamente digitais e estruturados em nuvem, reduzindo, assim, custos fixos, de infraestrutura e a necessidade de escala (haja vista que não há necessidade de tantos intermediários a remunerar), muito embora o acesso a usuários (escalabilidade) seja muito maior, o que faz com que estas empresas consigam ser lucrativas com preços mais baixos que os tradicionais *players*. Todavia, tais modelos de negócio estão a desafiar um novo formato de regulação, o que também já nos faz lembrar da *regtech*, como veremos oportunamente.

⁶ Pertinentes são os termos da própria Comissão de Valores Mobiliários constantes do Edital de chamamento para Audiência Pública sobre o assunto: “A CVM enfatiza que a proposta de regulamentação colocada em audiência não é dirigida a todas as modalidades da atividade de financiamento participativo, colaborativo ou coletivo realizada por meio da rede mundial de computadores, conhecida globalmente pelo termo da língua inglesa *crowdfunding*. Por exemplo, uma das modalidades mais comuns de *crowdfunding* é baseada em doações, caso em que os contribuintes não recebem nada em troca – nem mesmo o reembolso da quantia doada. Tal atividade não atrai a competência da CVM. Outra modalidade popular de *crowdfunding* é aquela baseada em brindes, recompensas ou pré-venda de produtos (muitas vezes um protótipo) ou de serviços. Esse tipo de contribuição oferece um retorno que tampouco possui natureza financeira. A intenção do contribuinte é adquirir o produto resultante do projeto financiado e, portanto, a contraprestação a que ele fará jus consiste exatamente nesse produto. Exemplos comuns são álbuns, livros ou outras obras autorais. Em geral, os produtos são inovadores ou até únicos e são adquiridos por um valor inferior a seu preço futuro de venda. Tampouco nesse caso há oferta pública de valores mobiliários. Faz-se também a ressalva que as modalidades de empréstimos aos pares realizadas por meio da rede mundial de computadores (P2P e P2B, *peer-to-peer* e *peer-to-business lending*) não são objeto da presente regulamentação por não representarem oferta de títulos enquadrados na definição de valor mobiliário. A presente proposta de regulamentação se direciona aos casos em que uma ideia, projeto ou negócio é apresentado por meio de um portal na internet a um grande número de indivíduos como uma oportunidade de investimento que gere direito de participação, de parceria ou de remuneração. Tal atividade atrai a competência da CVM, conforme o disposto no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385, de 19761. Globalmente, este tipo de oferta é conhecido pela expressão *investment-based crowdfunding*, quando envolve a distribuição de valores mobiliários em geral, ou como *equity crowdfunding*, quando a contrapartida oferecida corresponde a títulos de participação apenas.” (CVM, 2016, Grifo nosso). Para aprofundamento, ver ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N.; BUCKLEY, R. P. *FinTech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation*, **Northwestern Journal of International Law & Business**; University of Hong Kong Faculty of Law Research, October 1, 2016. [Paper nº. 2016/035]. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2847806>>. Acesso em: 15 jan 2017. Assim como, LEE, D. K. C.; TEO, E. G. S. **Emergence of Fintech and the Lasic Principles**, September 30, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2668049>>. Acesso em: 18 fev 2017. Ainda, ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N.; BUCKLEY, R. P. *The Evolution of Fintech: a new post-crisis paradigm?*, **University**

Mas, não é esta a realidade no Brasil, uma vez que tal temática ainda é pouco difundida e mesmo estudada, sobretudo em termos jurídicos, sendo que a sua utilização permanece restrita a poucos e de elevada magnitude casos, ainda que em alguns momentos – fases de alta e euforia verificadas nos ciclos econômicos – pareça que essa situação tenda, momentaneamente, a se alterar.¹⁰

Ademais, a franca maioria da literatura existente sobre mercado de capitais no País se volta mais diretamente aos temas ligados ao direito societário e, conseqüentemente, às questões oriundas do dilema central da propriedade versus controle;¹¹ olvidando-se, por vezes, da regulação do restante do sistema e dos seus demais operadores, o que é igualmente fundamental, especialmente se se almeja o crescimento deste mercado, com maior número de investidores, mais recursos e maior liquidez, inclusive visando ao desenvolvimento econômico e o estímulo à inovação.

of Hong Kong Faculty of Law Research, [Paper n° 2015/047], october 1, 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2676553>>. Acesso em: 18 fev 2017. E, ZHOU, W.; ARNER, D. W.; BUCKLEY, R. P. Regulation of Digital financial services in china: last mover Advantage, **Tsinghua China Law Review**, University of Hong Kong Faculty of Law Research, [Paper n°. 2015/044], n. 8, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2660050>>. Acesso em: 20 fev 2017.

⁷ Blockchain funciona como uma espécie de registro contábil público e não estatizado de todas as transações realizadas com criptomoedas e afins, como, por exemplo, com *bitcoins*, sendo considerada por muitos como a principal inovação tecnológica no setor financeiro, capaz de revolucionar o sistema financeiro, porquanto constitui prova descentralizada de todas transações realizadas na rede, servindo de inspiração para o surgimento de novas criptomoedas e bancos de dados distribuídos.

Cresce constantemente com novos blocos completos adicionados por meio de novos conjuntos de registros, de modo linear e cronológico. Computadores conectados à rede realizam a tarefa de validar e repassar transações, registrando, por exemplo, cópia da *blockchain* após o ingresso na rede *bitcoin*, possuindo informação completa sobre endereços e saldos diretamente do bloco gênese até o bloco mais recentemente concluído. Para detalhamento, ver PILKINGTON, M. Blockchain Technology: principles and applications, **Research Handbook on Digital Transformations**, 18, 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2662660>>. Acesso em: 20 fev 2017.

⁸ Conforme estudos do professor Richard Foster, de Yale, a expectativa de vida média das empresas listadas no índice S&P 500, da Bolsa de Nova Iorque, diminuiu em mais de 50 (cinquenta) anos no último século, de 67 (sessenta e sete) anos na década de 1920, para apenas 20 (vinte) anos em 2012. Investigando e escrevendo extensamente sobre inovação e desempenho de negócios de longo prazo, Richard Foster estimou que, em 2027, mais de três quartos das empresas que integrarão a lista da S&P 500 não são conhecidas atualmente. Para aprofundamento, consultar: <https://www.innosight.com/wp-content/uploads/2016/08/creative-destruction-whips-through-corporate-america_final2015.pdf>, assim como <http://yei.yale.edu/richard-foster>>.

⁹ Tanto em seus aspectos jurídicos como econômicos, porquanto entendemos que, sobretudo a natureza do mercado de capitais, torna imprescindível a análise interdisciplinar da temática aqui estudada.

¹⁰ Uma iniciativa neste sentido, no Brasil, é o programa Bovespa Mais, o qual foi idealizado pela BM&F Bovespa, para que empresas possam acessar o mercado de valores mobiliários de forma gradual, tendo como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais. A estratégia de acesso gradual possibilita que a empresa se prepare implementando, adequadamente, os elevados padrões de governança corporativa e transparência necessários, bem como aumentando a visibilidade junto aos investidores. Outrossim, os recursos obtidos por meio de ofertas públicas de distribuição de ações no Bovespa Mais, com a admissão de novos sócios, não pressionam o caixa da empresa, já que não representam obrigação financeira com prazo definido, diferentemente dos instrumentos de dívida. Para mais detalhes consultar: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/>.

¹¹ Como se pode inferir por meio de pesquisa exauriente a respeito do tema.

Aliás, cumpre consignar a legítima preocupação, caso esta situação não se modifique, de que até mesmo haja completa ou severa remissão da importância e até mesmo esvaziamento do mercado de capitais brasileiro, em prol de mercados mais desenvolvidos e consolidados, ainda mais em um cenário mundial cada vez mais globalizado e com facilidade e rapidez na circulação dos capitais, porquanto o fluxo de recursos destinados a estas atividades busca, inexoravelmente, as alocações que apresentam os maiores retornos esperados,¹² como a água que encontra na topografia do solo o seu melhor leito, contornando ou superando aquilo que se apresenta como dificuldade ou obstáculo,¹³ por razões de pura eficiência econômica.

Nesse sentido, o presente estudo propõe quais são as condições para que os arranjos normativos¹⁴ e especialmente regulatórios¹⁵ sejam aptos a permitir e quiçá até mesmo incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pelo que, por conseguinte, deve-se identificar quais são os efetivos problemas que devem ser devidamente combatidos (falhas de mercado) e, dessa forma, objetos de normatização e regulação; partindo-se da premissa que o mercado de capitais pode se constituir como alternativa economicamente eficiente para o financiamento das empresas, das inovações e, em geral, da atividade econômica, notadamente considerando-se o histórico de altas taxas de juros no Brasil,¹⁶ que tornam ainda mais desafiador produzir bens e serviços a

¹² O retorno ou valor esperado associado a uma situação incerta corresponde à média ponderada dos *payoffs* ou valores associados a todos os possíveis resultados, sendo as probabilidades de cada resultado utilizadas com o seu respectivo peso. Assim, o valor esperado mede a tendência central, isto é, o *payoff* que, na média, espera-se que venha a ocorrer. Para aprofundamento, ver PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

¹³ É o que já ocorre, por exemplo e infelizmente, no caso do mercado de contratos futuros de soja no Brasil (integrante da *BM&F Bovespa*), o qual, em que pese o Brasil seja um dos maiores produtores mundiais desta *commodity* e, portanto, um dos maiores interessados na existência da possibilidade de realização de operações de *hedge*, não possui praticamente liquidez, sendo que grande parte dos seus potenciais utilizadores operam em mercados localizados fora do País (Bolsa de Chicago – CBOT), como possível perceber durante anos atuando como Agente Autônomo de Investimentos, autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁴ Referindo-se aqui mais especificamente à legislação.

¹⁵ Sendo que dentro da atividade de regulação, entende-se aqui compreendidas as funções normativa, executiva e judicante, especialmente aplicada ao mercado de capitais, conforme classificação sugerida por Julio R. Dubeau, em sua obra intitulada “A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais”. Porto Alegre: Fabris Editor, 2006, p. 17; de modo semelhante ao que se refere Marcelo Trindade, quando discorre sobre as funções de regulamentação, de fiscalização e sancionadora, em “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”, *in*: SADDI, J. Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos, IOB, São Paulo, 2002, p. 297-329, especialmente p. 307. De modo semelhante, Alejandro Bugallo Alvarez se refere as funções regulamentar, de fiscalização, de investigação e sancionadora, *in*: “A Comissão de Valores Mobiliários, instância reguladora independente?”. Revista de Direito, Estado e Sociedade nº 3, Rio, 1993, p. 11.

¹⁶ Para aprofundamento sobre o tema, ver: OREIRO, J. C.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. C.; ONO, F. H. **Determinantes macroeconômicos do spread bancário no Brasil: teoria e evidência recente**. *Economia Aplicada*, Ribeirão Preto, vol.10, n.4, p.609-634, 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1413-80502006000400007>>. Acesso em: 04 jan 2017.

preços competitivos. Aliás, tal situação torna muitos projetos inviáveis, verificando-se, portanto, pontos de equilíbrio muito baixos (subótimos) e aquém do desejado em nossa realidade.

Como nos informa Érica Gorga, o mercado de capitais brasileiro:

[...] pode se configurar como fator chave para o desenvolvimento econômico na medida em que interliga motivações diferenciadas dos agentes econômicos, operando desintermediação financeira entre poupadores e empreendedores, de modo a direcionar a aplicação da poupança popular para satisfazer as necessidades de recursos para a produção de bens e serviços. O mercado de capitais possibilita a participação do investidor nos riscos e resultados da atividade produtiva, e, assim, a participação nos lucros gerados pelo fortalecimento e crescimento das empresas. (2003, p. 2-3).

Nesse contexto, compreende-se que tanto a normatização como a regulação dos mercados, seja de iniciativa estatal ou mesmo privada (como, por exemplo, a autorregulação), conforma diferentes incentivos para os agentes econômicos, uma vez que submetem o conjunto de escolhas disponíveis para a tomada de decisão dos agentes econômicos, determinando, dessa forma, a organização e a alocação de recursos, podendo estimular ou mesmo frear o desenvolvimento econômico.

Assim sendo, para bem compreender a temática a qual versa o presente trabalho, da mesma forma que as proposições que aqui são realizadas – entre as quais, oportuno desde já salientar, sustenta-se, essencialmente, que o direito dos valores mobiliários e a própria conformação do mercado de capitais definidas por meio da regulação se justificam e melhor se conformam a partir do objetivo de eliminar, tanto quanto possível, as falhas de mercado e, dessa forma, ensejar mercados mais eficientes – importante, inicialmente, bem precisar e delimitar o campo de estudo do presente trabalho, assim como situá-lo dentro do gênero do qual faz parte.

Desta forma, antes de buscar definir ou identificar o conceito de valores mobiliários e, portanto, do mercado de capitais, é necessário compreender de que forma os sistemas de mercado são capazes de proporcionar eficiência econômica, bem como situar o mercado de capitais ou de valores mobiliários frente ao sistema financeiro como um todo, apontando de que forma podem os mesmos proporcionar eficiência econômica. Ainda, inarredável reconhecer os problemas que acometem os sistemas de mercado - dentre deles o mercado de capitais – gerando ineficiências, tudo o que será objeto, portanto, de análise da primeira parte do presente estudo.

Feitos os esclarecimentos acima mencionados e entendido onde se insere o mercado de capitais, após, analisar-se-á cada uma das espécies de falhas de mercado, contextualizando-as e explanando de que forma incidem sobre o mercado de capitais.

Ato contínuo, na sequência do trabalho, abordar-se-á de que forma a definição de valores mobiliários e a própria conformação do mercado de capitais definida pela legislação e, sobretudo, pela regulação podem se tornar mais eficientes e eficazes à medida em que buscam combater as falhas de mercado, o que implica investigar as possíveis formas e alternativas de combatê-las, não olvidando-se que aqui se sustenta, justamente, que a conformação do mercado deve se justificar, especialmente, a partir do combate às falhas de mercado. Objetiva-se, também, analisar os arranjos institucionais que incentivam o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais, tecendo-se considerações sobre a adequação do modelo jurídico normativo e especialmente regulatório brasileiro vigente.

Por fim, como descoberta lógica das premissas enfrentadas, apresentamos a tese aqui defendida, na qual se sustenta que regulação do mercado de capitais deve ser dinâmica e modulável, de modo a se adequar aos diversos segmentos ou níveis existentes dentro do próprio mercado de capitais,¹⁷ considerando-se, sobretudo, a forma de incidência das falhas de mercado diante das especificidades decorrentes das características dos ativos, dos agentes econômicos e das estruturas de mercado envolvidos, inclusive de modo a incentivar e democratizar o acesso tanto dos investidores como dos empreendedores, ensejando-se, assim, eficiência econômica, desenvolvimento econômico e o mais pleno possível surgimento de inovações produtivas e mesmo disruptivas.

Portanto, passa-se, agora, a examinar de que forma os sistemas de mercado proporcionam eficiência econômica, da mesma forma que o sistema financeiro e, especificamente, o mercado de capitais, realizando, outrossim, ponderações quanto ao seu funcionamento, valendo-se, para tanto, também e de maneira especial das lentes da Análise Econômica do Direito.¹⁸

¹⁷ Ponderando-se de que forma as falhas de mercado prejudicam os diferentes segmentos existentes dentro do próprio mercado de capitais, nos quais, diante de suas peculiaridades e idiosincrasias, faz com que cada uma das espécies de falhas de mercado incida diversamente e com maior ou menor intensidade.

¹⁸ A qual entendemos sobremodo adequada ao presente tema, dada a sua indissociável interdisciplinaridade.

2 SISTEMAS DE MERCADO, SISTEMA FINANCEIRO E EFICIÊNCIA ECONÔMICA

Em contextos de sistemas ou economias de mercado, os agentes econômicos podem almejar os seus interesses, em regra, de acordo com os seus próprios anseios e ambicioná-los de forma independente, sendo que, entretanto, importante consignar, com o desenvolvimento social e tecnológico, a grande parte dos objetivos passíveis de serem cobiçados, para não dizer a quase totalidade, revelam-se impossíveis de serem alcançados de forma estrita ou exclusivamente individual, fazendo-se imprescindível que os indivíduos contem com os esforços de outros para atingirem aquilo que perseguem, até mesmo para as necessidades mais básicas de subsistência.

Aliás, oportuno mencionar que tal circunstância cada vez mais se agrava, mormente considerando que estamos em um mundo cada vez mais globalizado,¹⁹ no qual a interdependência vem se aprofundando progressivamente, tanto entre indivíduos, quanto entre organizações e Estados, o que se verifica ocorrer a partir da divisão do trabalho e se aprofunda na medida em que a especialização se acentua, permitindo, assim, maior produtividade e excelência na produção de bens e serviços.

Ocorre que não sendo possível que os indivíduos se imponham uns aos outros através da utilização da força, incluído aí também o reconhecimento, cada vez mais presente, mesmo da impossibilidade da coerção econômica e mesmo informacional, torna-se imperioso que os indivíduos (e também agentes econômicos de modo geral) realizem trocas voluntárias (liberdade econômica e contratual) para conseguir aquilo que almejam dos demais, agindo de forma coordenada e cooperativa, o que exige prévio acordo de vontades, pelos quais as partes envolvidas esperam obter vantagens em aderir a esses acordos. Nas palavras de Emilio Betti, “La iniciativa privada es el mecanismo motor de toda conocida regulación recíproca de intereses privados.” (1959, p.; 40).

Nesse passo, imprescindível desde já evidenciar, ainda que sucintamente, alguns conceitos importantes no presente trabalho, quais sejam, sistema ou economia de mercado, mercados, mecanismo de mercado e eficiência econômica, que servem como premissas para compreender as assertivas que serão posteriormente suscitadas.

¹⁹ “Il fenomeno che siamo oramai abituati a definire <globalizzazione> (e che sostanzialmente coincide con un gigantesco trasferimento di funzioni dagli Stati ai mercati) ha col contratto un rapporto ambiguo: per un verso ne esalta la forza normativa; per altro vero la deprime.” (ROPPO, 2005. p. 5).

2.1 SISTEMA DE MERCADO (OU ECONOMIA DE MERCADO) E MERCADOS

Nesse sentido, cumpre registrar que sistema de mercado ou economia de mercado se caracteriza quando a obtenção (alocação) dos interesses por parte dos agentes econômicos se dá por meio de interações e trocas voluntárias, sendo protegida a propriedade privada, a livre iniciativa e o trabalho livre, isto é, promovendo-se trocas²⁰ voluntárias nos mercados, valendo-se, para tanto, do funcionamento do mecanismo de mercado (que será abordado a seguir); diferentemente do que ocorre na economia planificada, onde a produção econômica é dirigida pelo Estado.²¹

Vale dizer, assim, que sistema ou economia de mercado é a forma de alocação de recursos que se vale dos mercados e, por conseguinte, do mecanismo de mercado, para promover as trocas voluntárias, ou seja, “[...] uma economia na qual as decisões das famílias e empresas que interagem nos mercados alocam os recursos econômicos [...]”. (HUBBARD; O`BRIEN, 2010, p.1130)

Dessa forma, importante compreender que sistema de mercado não se confunde com mercado (ou mercados),²² o qual, por sua vez, é a instituição social que justamente se vale desse do *modus operandi* que caracteriza o sistema de mercado, isto é, o mecanismo de mercado, para promover a alocação de bens entre os agentes econômicos. Assim, importa esclarecer que mercado pode ser compreendido como:

[...] o local, teórico ou não, do encontro regular entre compradores e vendedores de uma determinada economia. Concretamente, ele é formado pelo conjunto de instituições em que são realizadas as transações comerciais (feiras, lojas, bolsas de valores ou de mercadorias etc.). Ele se expressa, entretanto, sobretudo na maneira como se organizam as trocas realizadas em determinado universo por indivíduos, empresas e governo. A formação e o desenvolvimento de um mercado pressupõem a existência de um excedente econômico intercambiável e, portanto, de certo grau de divisão e especialização do trabalho. Historicamente, isso ocorre nas cidades européias no final da idade média. Com a formação regular de um excedente, a antiga economia natural ou de subsistência passa a ser substituída por um mecanismo de mercado, que é formado basicamente pela oferta de bens e serviços e pela demanda (ou procura) desses bens e

²⁰ Faz-se presente, portanto, ainda que implicitamente, a ideia de excedente (pelo menos em condições de normalidade), que pode ser intercambiado. Mais presente ainda é a ideia de liberdade, seja para escolher e, portanto, trocar e, dessa forma, para contratar.

²¹ Também chamada de Economia de Estado.

²² Importante esclarecer que é comum se referir genericamente ao mercado, enquanto instituição social, que se vale justamente do sistema de mercado. Todavia, é importante compreender que, mais precisamente, existem diversos mercados, tanto quantos forem os setores da economia, como, por exemplo, o mercado financeiro *lato sensu* e, dentro dele, o mercado de crédito, o mercado de capitais; o mercado imobiliário, entre incontáveis outros.

serviços. Da interação desses elementos surge um sistema de preços que vai orientar a economia no sentido do aumento ou da redução da produção.”. (PINDYCK; RUBINFELD, 2006, p. 7).

Em outros termos, a conceito de mercado pode ser compreendido, sinteticamente, como “[...] um grupo de compradores e vendedores que, por meio de suas reais ou potenciais interações, determinam o preço de um produto ou de um conjunto de produtos [...]”. (SANDRONI, 2004, p. 378-379).

Basicamente e de forma simplificada, esta é a lógica das economias de mercado, nas quais os agentes econômicos obtêm o que querem ou precisam mediante a realização de trocas voluntárias, as quais se ajustam por meio de acordos de vontades, ou seja, através de contratos (que é a forma eleita, em regra e por excelência, pelos ordenamentos jurídicos, como o nosso, para que as trocas se realizem)²³, que servem para previamente coordenar as ações dos agentes envolvidos.

2.2 MECANISMO DE MERCADO

Já o mecanismo de mercado, por seu turno, dizendo-se de forma sucinta, é a lógica de funcionamento que é peculiar ao sistema de mercado e, portanto, operada nos mercados, na qual os indivíduos avaliam os bens de que dispõem e aqueles que pretendem adquirir, realizando intercâmbios quando percebem vantagens em trocar aquilo que possuem por aquilo que é possuído pela contraparte,²⁴ a fim de galgarem níveis mais elevados de satisfação, tangenciando-se, portanto, curvas de satisfação mais elevadas, devido a obtenção de vantagens mútuas com as trocas.²⁵

Oportuno notar que o mecanismo de mercado, no mais das vezes, opera por meio dos preços, de modo a compatibilizar interesses antagônicos e formar escalas ordinais de valoração no âmbito dos mercados. Conforme Robert Pindyck e Daniel Rubinfeld, o mecanismo de mercado é a tendência “[...] dos preços a se modificarem

²³ Para aprofundamento desta ideia, ver TRINDADE, M. G. N. **Direito Contratual como Redutor das Falhas de Mercado**. 2013. 211f. Dissertação de Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/77180/000895668.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 13 fev 2017.

²⁴ Isto é, quando os agentes econômicos envolvidos possuem taxas marginais de substituição diferentes.

²⁵ No entender dos economistas, ao se alcançar curvas de indiferença mais elevadas, ou seja, mais distantes do eixo, é obtida maior utilidade (satisfação).

num mercado livre até que haja balanceamento do mercado [...]” (PINDYCK; RUBINFELD, 2006, p. 598).

2.3 EFICIÊNCIA ECONÔMICA

Outrossim, pertinente também esclarecer o que seja eficiência econômica, ainda que sucintamente. Por conseguinte, diga-se que a eficiência econômica é definida, primordialmente, em dois aspectos, seja em termos de Eficiência Paretiana (Pareto), seja em termos de Eficiência Global ou Kaldor-Hicks.

a) Eficiência Paretiana

Nesse sentido, no que diz respeito à eficiência paretiana, devemos esclarecer que essa ideia emana do conceito concebido pelo economista italiano Vilfredo Pareto (1848-1923), corporificada na figura conhecida entre os economistas como Ótimo de Pareto, definida como a situação na qual os recursos de uma economia estão dispostos de tal maneira que nenhuma reordenação diferente possa melhorar a situação de qualquer agente econômico sem que haja, pelo menos, a piora de um dos demais.

Assim, uma mudança de um estado de alocação de recursos S^1 para uma situação S^2 é Pareto superior quando, comparando-se S^1 e S^2 , as partes estão em S^2 ao menos em igualdade de condições quando comparadas com as condições em que estavam em S^1 e, ao menos uma das partes, encontra-se em S^2 em melhores condições do que estava em S^1 .

Oportuno é o registro acerca da classificação em Pareto Superior, Pareto Inferior e Ótimo de Pareto, feito por Erica Gorga:

Existem três conceitos de distribuição paretiana: Pareto superior, Pareto inferior e ótimo de Pareto. Esses conceitos servem para determinar a eficiência de determinada alocação. É considerada alocação de recursos Pareto superior a nova distribuição econômica que faça ao menos alguém melhor, sem tornar ninguém pior. Assim, se um indivíduo auferir vantagens com a nova alocação e todos os outros continuarem no estado da situação inicial, haverá a caracterização da distribuição Pareto superior, considerada eficiente. Em contraste, uma nova alocação que potencialmente deixe ao menos alguém pior, sem mudar o estado inicial de todos os outros, será denominada Pareto inferior. Pareto ótimo, por sua vez, é um conceito que descreve a característica de determinada alocação, na medida em que não seja possível qualquer mudança que traga vantagens para alguém sem trazer desvantagens para outrem. (GORGA, 2013, p. 80).

Na prática, contudo, pelo menos em grande número de casos, mudanças implicam no surgimento de beneficiados e prejudicados, ainda que em montante diferentes, isto é, alocações diferentes podem gerar resultados diferentes, diversamente de jogos de soma zero, como veremos a seguir.

b) Eficiência Global, Eficiência em Termos de Riqueza Geral ou Kaldor-Hicks

Nessa esteira, importante salientar a existência do conceito de eficiência global ou, como também denominada, eficiência em termos de Kaldor-Hicks, que consiste na junção das contribuições oriundas dos trabalhos do economista nascido na Hungria e de origem judaica, nacionalizado inglês, Nicholas Kaldor (1908-1986) e do economista inglês John Richards Hicks (1904-1989), na qual se avalia a riqueza total gerada com uma mudança na alocação de recursos, considerando-a preferível quando implicar no aumento da variável riqueza geral.

Nesses casos, a alteração é tida como eficiente quando a soma dos ganhos de todos os beneficiados é maior que as perdas dos desfavorecidos, o que enseja, aliás, a possibilidade de que os beneficiados possam compensar os prejudicados e, ainda assim, reterem benefícios. Importante advertir que a mera existência de prejudicados, então, não exclui que as trocas (voluntárias ou não) sejam mais eficientes em termos de utilidade global (ou eficiência Kaldor-Hicks).

De fato, pode ocorrer que os favorecidos sejam induzidos, por meio de normas legais ou determinações judiciais, por exemplo, a compensarem os perdedores, de modo a que estes permaneçam na mesma posição em que estavam antes da implementação das alterações, viabilizando, dessa forma, inclusive, que modificações que inicialmente não sejam Pareto superiores, revelem-se eficientes em termos de geração de riqueza geral e, portanto, economicamente eficientes.²⁶

²⁶ Oportuna aqui é a advertência de Pinheiro e Saadi: “Este princípio remete a um dos argumentos com os quais se justifica a alegação de que o Direito e Economia se preocupa mais com a eficiência do que com a equidade. Isso é parcialmente falso. Quando uma mudança leva a uma situação Pareto Superior, pelo menos uma pessoa ficou melhor, sem que ninguém tenha ficado pior. Do ponto de vista econômico, houve um ganho de eficiência, ainda que a nova situação possa ou não ser mais equitativa - isso dependerá da posição relativa de quem se beneficiou. Pelo princípio da eficiência, mudanças de regras que levem a uma situação Pareto superior são sempre desejáveis. Entretanto, uma mudança que não seja equitativa, no longo prazo, acarreta problemas de distribuição de renda, por exemplo. Assim, eficiência e equidade não são necessariamente divorciadas.”. (PINHEIRO; SADDI, 2005. p. 88,89).

2.4 EFICIÊNCIA ECONÔMICA POR MEIO DO SISTEMA DE MERCADO

Nesse contexto, supõe-se que é justamente a livre circulação da titularidade de interesses²⁷ no contexto de sistemas de mercado ou, mais precisamente, na vigência do mecanismo de mercado, o qual, por sua vez, constitui-se em um meio de promoção de trocas voluntárias, as quais se realizam em função da expectativa de trazerem vantagens às partes envolvidas,²⁸ que permite o alcance de maior eficiência econômica.

Portanto, os agentes econômicos buscam obter o que almejam por meio das trocas,²⁹ pelo que se vinculam voluntariamente a contratos (trocas admitidas pelo ordenamento jurídico e, portanto, qualificadas juridicamente à categoria de contratos), ou seja, realizam contratos a fim de galgarem níveis mais elevados de satisfação, até mesmo porquanto tal ato (de contratar) consiste em manifestação e exercício de liberdade e autonomia.

Nessa perspectiva, compreende-se que as trocas (ainda que não comutativas ou mesmo unilaterais), ensejadas pelo sistema de mercado e realizadas no âmbito dos mercados, por meio do mecanismo de mercado, sendo regidas e facilitadas através dos contratos, são passíveis, pelo menos em princípio, de trazer eficiência econômica e bem-estar individual e mesmo social, na medida em que promovem acréscimos de

²⁷ Prefere-se aqui a utilização da expressão interesses, porquanto permite abarcar tanto a circulação de riquezas em sentido estrito, como prestações sem valor patrimonial ou econômico imediato, desde que admitidas pelo Direito, podendo, assim, consubstanciar objeto das aspirações de agentes contratantes, inclusive passíveis de reparação quando indevidamente frustrados. Tal compreensão parece, em certa medida, aproximar-se ao entendimento esposado por Fernando Noronha, como se vê da seguinte passagem: “No âmbito das obrigações negociais, temos exemplos característicos de obrigações sem conteúdo patrimonial e juridicamente válidas [...]. A verdadeira questão está sempre em discriminar interesses dignos de tutela jurídica e interesses não dignos. Se um interesse for socialmente sentido como digno de tutela, não é o fato de as obrigações normalmente dizerem respeito a necessidades econômicas que impedirá a aplicação das respectivas normas para atender a necessidades afetivas e outras, mesmo quando não exista uma contraprestação, nem se tenha fixado uma cláusula penal. Inversamente, se o interesse não for digno de tutela, não será a existência de contraprestação ou de cláusula penal que dará juridicidade à obrigação assumida [...]”. (NORONHA, 2010, p. 64,65). Muito embora tal premissa não seja indispensável ao que aqui se sustenta, o registro se justifica, uma vez que, ainda que a prestação contratual não seja dotada de patrimonialidade imediata, desde que constitua objeto do interesse de agentes econômicos, parece-nos se sujeitar à mesma lógica econômica, portanto, passível de submeter-se ao mecanismo de mercado.

²⁸ Ainda que as expectativas de mútuo aumento de satisfação que se formam com a realização dos contratos não venham a se concretizar. Outrossim, a expectativa de obtenção de vantagens mútuas não implica a exata proporção entre prestação e contraprestação.

²⁹ Sendo que, na franca maioria das vezes, as partes renunciam algo para obterem aquilo que desejam, o que bem corporifica a ideia da prestação e contraprestação presente nos contratos bilaterais.

satisfação³⁰ para os indivíduos³¹ envolvidos; o que não é diferente no mercado de capitais.

Farnsworth, referindo-se às trocas (enquanto contratos), assim preceitua, *in litteris*: “Troca é a pedra de toque de qualquer sistema econômico que repousa sobre a livre iniciativa como o nosso faz. Esse sistema aloca os recursos largamente pelas trocas bilaterais arranjadas de acordo com as barganhas entre indivíduos.”. (FARNSWORTH, 2004, p.5).

Assim sendo, compreende-se que é justamente por meio do mecanismo de mercado, mediante contratos, estes entendidos como a forma ou a veste jurídica que compreende os acordos de vontades que pactuam e antecipam as trocas, que se espera alcançar níveis mais elevados de bem-estar individual e social, uma vez que os interesses negociados tendem a se alocar, através destes acertos voluntários, em suas utilizações mais satisfatórias ou quiçá em seus empregos mais vantajosos (ou produtivos), de modo não centralizado ou planejado, permitindo o autogoverno e o alcance de eficiência econômica.³²

Fernando Araújo (2007, p. 20) precisa a questão com clareza ímpar, como se observa da seguinte transcrição, *ipsis litteris*:

O contrato se apresenta como a melhor e mais fácil solução de promoção de trocas eficientes, de circulação de recursos em direção aos seus empregos mais vantajosos, tal como eles são assinalados pelas <<disposições de pagar>> dos potenciais adquirentes – ou seja, em que condições a solução ótima acarreta a formulação explícita de um programa de <<cooperação antagonística>> entre duas partes que, [...], por outro lado querem contrapor os seus interesses sem dominação ou exploração de parte a parte, ou seja predispondo livremente um rumo de soluções que não apenas preservem algum nivelamento de poder negocial e de informação, mas também que assegurem, com um mínimo de formalização, uma disciplina comum susceptível de encaminhar, sem subordinações hierárquicas nem alienações irreversíveis, a relação para uma consumação bilateral favorável, uma consumação correspondente à intenção contratual inicial de qualquer das partes, que se presumirá fosse a

³⁰ De acordo com a terminologia de Análise Econômica do Direito, que por sua vez o extraiu da Ciência Econômica, o termo mais preciso para se utilizar na hipótese seria utilidade.

³¹ Acuradamente Vincenzo Roppo pontua: “Il contratto è, prima di tutto, terreno di confronto e scontro di egoismi privati. Ciascuna parte vi si accosta per assecondare i suoi propri impulsi, per soddisfare i suoi propri bisogni, per conseguire i suoi propri fini: in una parola, per realizzare i suoi propri interessi. [...] Ma il contratto è anche, infine, terreno d'incontro degli egoismi privati. Le parti trovano un punto di equilibrio, accettabile da entrambe, delle iniziali posizioni antagoniste; ciascuna accetta di tenere conto degli interessi dell'altra, che pur le sarebbero indifferenti, se non altro perché solo così l'altra parte accetterà di tenere conto dei suoi.” (ROPPO, 2001, p. 375-376).

³² Conforme Rachel Stzajn, a função mais relevante dos mercados é “ordenar a troca econômica de forma a, ao facilitar a circulação de riqueza a partir de uma dada e prévia atribuição de propriedade, tornar o sistema mais eficiente.”. (STZAJN, 2001, p. 11).

de promover trocas incrementadoras de bem-estar total, como verdadeiros <<jogos de soma positiva>>.

Nesse contexto, oportuno reiterar que o contrato é o instrumento jurídico que abrange e reveste os acordos de vontades que antecipam³³ as trocas, servindo para ordenar todo o processo obrigacional e facilitar que os interesses negociados sejam canalizados dos indivíduos que os detêm para aqueles que estejam dispostos a oferecer algo que seja ainda mais valorado pelo detentor inicial, sendo a recíproca verdadeira, de modo que todos os agentes envolvidos esperam³⁴ obter vantagens³⁵ em tais adesões, circunstância essa passível, como já se explanou, de trazer eficiência³⁶ econômica e bem-estar ao contexto individual e social.

E, importante aqui desde já ressaltar, as operações realizadas no âmbito dos mercados de capitais consubstanciam-se, também, pelo menos da franca maioria das vezes, em contratos (trocas econômicas), ainda que muitas vezes somente reste às partes escolher entre contratar ou não, reduzindo-se, portanto, significativamente a liberdade contratual. Mais, como se verá oportunamente, tais características podem servir precisamente para combater as falhas de mercado, e não evidentemente para reduzir a satisfação (utilidade) das partes envolvidas.

De qualquer forma, supõe-se que seja justamente a possibilidade da realização de intercâmbios voluntários que enseja o alcance de eficiência econômica e bem-estar, já que viabiliza que os agentes econômicos promovam voluntariamente as trocas que

³³ Ainda que o enlace de vontades e a troca ocorram de modo simultâneo ou, melhor dizendo, imediato.

³⁴ Há expectativa de obtenção de vantagem, muito embora esta possa não se concretizar, sobremaneira nos contratos aleatórios, nos quais o risco é inerente ao seu objeto e, muitas vezes, inclusive, constitui-se em sua razão de existência, como, *verbi gratia*, os contratos de seguros e os contratos de *commodities* nas bolsas de mercadorias e futuros, principalmente destinados a realização de operações de *hedge*.

³⁵ Vantagens em sentido amplo, vez que não se sustenta que sejam estas de cunho exclusivamente patrimonial ou econômicas em sentido estrito, mas sim no sentido de resultarem em maior satisfação (utilidade) para os agentes que transacionam, o que justamente os motiva a deixarem a posição inicial e buscarem a situação almejada com o contrato.

³⁶ Oportuno registrar, embora não seja objetivo do presente trabalho, pelo que aqui apenas sucintamente se consigna, que a Economia e a abordagem de *Law and Economics*, aqui aplicável, introduzem o conceito de eficiência econômica, não renegando, obviamente, os demais princípios e postulados ressaltados pelos ordenamentos jurídicos, sendo que muito antes de seus adeptos acreditarem que a eficiência econômica deva ser buscada antes de qualquer outro valor ou princípio, sustentam, em verdade, que poderá e quiçá deverá ela ser utilizada como um dos possíveis parâmetros, justamente por se constituir em um critério, *ab initio*, mais objetivo e quantificável, permitindo, muitas vezes, maior verificabilidade do que a utilização de conceitos deveras subjetivos e destituídos de significados pré-concebidos. Aliás, tal confusão parece ter surgido a partir das afirmações de Posner (POSNER, 2003) de que os sistemas jurídicos deveriam maximizar a eficiência econômica, sendo que tal equívoco também há muito já se encontra superado, não se constituindo entendimento pacífico e tampouco majoritário. Sobre o tema, interessante ver: SALAMA, B. **Direito, justiça e eficiência: a perspectiva de Richard Posner**. São Paulo: FGV, 2008. Disponível em: <http://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/30>. Acesso em: 15 dez 2016.

lhes sejam vantajosas, sendo que, inclusive, em sendo todas as trocas possíveis e vantajosas efetivamente realizadas, esgotar-se-iam os excedentes econômicos potenciais,³⁷ atingindo-se todo o potencial de eficiência econômica dada uma determinada realidade.

2.5 SISTEMA FINANCEIRO E EFICIÊNCIA ECONÔMICA

O sistema financeiro ou mercado financeiro *lato sensu*, que como o próprio nome sugere, opera por meio do sistema de mercado e, portanto, valendo-se do mecanismo de mercado, compõe o conjunto de instituições e instrumentos financeiros, dentre os quais estão inseridos diversos mercados específicos e os seus respectivos segmentos, estando compreendidos aí agentes econômicos, instituições financeiras e mesmo órgãos reguladores, de modo a viabilizar o fluxo financeiro entre poupadores e tomadores de recursos na economia. (CVM, 2014, p. 28).

De modo geral, conforme simplificado pela Ciência Econômica, os agentes econômicos representam as famílias (consideradas aqui basicamente as pessoas naturais e os seus agrupamentos sociais nucleares), as empresas (enquanto ofertantes de bens, serviços ou fatores de produção que visam ao lucro) e o governo (nos seus mais diversos níveis, federal, estadual e municipal, bem como as suas respectivas instituições).³⁸ E estes agentes econômicos tomam decisões econômicas, fundamentalmente, quanto à consumo, investimento e poupança.

Nesse sentido, é possível compreender que a possibilidade de haver intercâmbio temporal de recursos entre os agentes econômicos pode proporcionar maior eficiência econômica, contribuindo para o crescimento econômico do países, assim como para o bem-estar dos agentes econômicos.

Ocorre que a disponibilidade de recursos dos agentes econômicos pode variar não só no presente como também ao longo do tempo, da mesma forma que as suas

³⁷ Nesse sentido, deveras pertinente é a figura conceitual denominada de curva de contrato, que nos revela todas as alocações eficientes de bens entre dois consumidores ou de dois insumos entre duas funções de produção, assim como da caixa de Edgeworth, que consiste em um diagrama que demonstra todas as possíveis alocações de quaisquer duas mercadorias entre duas pessoas ou de quaisquer dois insumos entre dois processos de produção, como nos informam Pindyck e Rubinfeld (2006, p. 504,506) respectivamente, ambas as quais estão intimamente relacionadas ao conceito de eficiência econômica e se constituem em pressupostos para uma melhor e plena compreensão do que se sustenta no presente estudo. Para uma fonte acessível e com demonstrações mais intuitivas do que matemáticas, veja-se a obra de Hal Varian (2006, p. 603-629).

³⁸ Sobre o tema, com muita clareza expõem, muito embora não se refiram ao Estado, Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddy (2005, p. 41).

preferências e escolhas intertemporais³⁹ podem diferir. Vale ressaltar que, na maior parte dos casos, as necessidades de empréstimo e poupança individuais, isto é, de cada agente econômico, diferem em aspectos como, principalmente, valor e prazo. Dessa forma, se cada tomador de recursos tivesse que encontrar, sozinho, sem um mecanismo institucional (e mesmo sem o auxílio da tecnologia), um poupador com as mesmas necessidades de volume e prazo, para a realização de um empréstimo, seria muito difícil a realização e efetivação dos mesmos; no mínimo, ocorreriam também em número e volume muito aquém do possível.

Se, por exemplo, uma empresa necessita de recursos para a realização de um determinado investimento não conseguir captá-los, ou seja, quando não houver uma forma de se canalizar recursos daqueles que possuem em excesso para aqueles que não possuem, mas têm a perspectiva de virem algum dia a possuir, ela não realizará o investimento, deixando de gerar renda e empregar, ou seja, produzir mais riqueza.⁴⁰

Com o papel desempenhado pelo sistema financeiro, esse problema se reduz, isto é, torna-se possível melhor utilizar todo o potencial econômico (eficiência em termos de Riqueza Geral e quiçá mesmo em termos de Pareto), otimizando a alocação dos recursos existentes.

Assim, para que os agentes econômicos deficitários, que são aqueles que possuem déficit financeiro, ou seja, gastos, pretensões de gastos ou de investimentos maiores que as suas receitas passadas ou presentes (também denominados de consumidores ou investidores) possam se valer dos recursos dos agentes econômicos superavitários, que são aqueles que possuem superávit financeiro, isto é, que possuem renda passada ou presente maior que os seus gastos passados ou presentes (também denominados de poupadores líquidos), é necessário que seja viabilizado esse fluxo de recursos, de modo a promover eficiência econômica.

E é justamente para suprir essa demanda que surgiram e se desenvolveram os mercados e instituições financeiras especializadas em promover e intermediar essas operações. Inicialmente, a função básica era tomar emprestado daqueles que poupam, pagando uma remuneração representada pelos juros; e emprestar para agentes deficitários, a uma taxa mais alta, ganhando-se com a diferença.

³⁹ Para aprofundamento, ver Varian (2006, Capítulo 11).

⁴⁰ Isto é, não se produzirá excedente econômico, mantendo-se pontos de equilíbrio ineficientes, aquém das possibilidades.

Nesse sentido, podemos compreender o sistema financeiro (compreendido de modo geral, *lato sensu*) como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia. Em outras palavras, o sistema financeiro é responsável por viabilizar a transferência de recursos, bem como criar condições para que os títulos e ativos negociados em seu âmbito possuam liquidez. Outrossim, o mercado financeiro permite a transferência de riscos entre agentes econômicos, além da realização de intercâmbio de divisas.⁴¹ Em síntese:

Essas instituições concentram a poupança e a distribuem aos tomadores de recursos, atendendo, ao mesmo tempo, as necessidades de volume financeiro e prazo de cada um. [...] Da mesma forma desenvolveram-se novos instrumentos, sistemas e produtos para organizar, controlar e desenvolver esse mercado. Chamamos este sistema, como um todo, de Sistema Financeiro. (CVM, 2014, p. 30).

Aliás, cumpre distinguir os ofertantes e tomadores últimos, acima já mencionados, para os simplesmente ofertantes ou tomadores, os quais, por sua vez, consubstanciam-se nos intermediários financeiros, que captam e oferecem recursos dos ofertantes últimos, e não próprios, sendo que, por outro lado, tomam recursos não para cobrir os seus próprios déficits, mas sim para repassá-los, aí sim, aos tomadores finais.

Precisa é a síntese de Eizirik *et al*:

Na economia de mercado, é função do sistema financeiro prover os canais adequados mediante os quais os agentes econômicos deficitários obtêm os recursos de que necessitam para os seus projetos de investimentos e os agentes superavitários aplicam as suas poupanças. [...] O mercado financeiro existe justamente porque alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam, sendo necessário transferir recursos de uns para outros, para maior otimização dos recursos disponíveis na economia.⁴²

Portanto, o sistema financeiro, diversamente das severas críticas que comumente lhe são dirigidas, é responsável por exercer papel fundamental na economia de qualquer

⁴¹ Conforme bem esclarece Mishkin (2000, p. 14, cap.2) *et seq.*, referindo-se especialmente à realidade dos EUA: “Os mercados financeiros desempenham a função econômica essencial de canalizar fundos de pessoas que pouparam fundos em excesso por gastarem menos que sua receita, para pessoas que têm escassez de fundos porque desejam gastar mais do que sua receita [...] Os principais emprestadores-poupadores são famílias, mas empresas comerciais e o governo (particularmente governos local e estadual), bem como estrangeiros e seus governos, algumas vezes também se encontram com excesso de fundos, e então os emprestam. Os tomadores-gastadores mais importantes são empresas e o governo (particularmente o governo federal), mas famílias e estrangeiros também pedem empréstimos para financiar as suas compras de carros, mobílias e casas.”

⁴² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 2-3.

país minimamente desenvolvido, servindo como instrumento legítimo de financiamento e crédito submetido à lógica do sistema de mercado, podendo, assim, potencializar o crescimento e o desenvolvimento econômico, atendendo tanto aos interesses individuais como sociais.

De outro modo, o sistema financeiro é efetivamente capaz de proporcionar maior eficiência econômica, seja em termos de Pareto, seja em termos de Riqueza Geral ou Kaldor-Hicks, otimizando-se os pontos de equilíbrio dos mercados aos seus mais altos níveis possíveis, ou seja, aproveitando-se todas as suas potencialidades.

Assim sendo, o sistema financeiro (ou mercado financeiro *lato senso*) promove eficiência econômica, em essência, na medida em que permite que recursos excedentes, os quais teriam subutilização (gerando, portanto, pontos de equilíbrio subótimos), possam ser empregados em melhores alocações, de modo a permitir a produção de excedentes econômicos e, assim, eficiência econômica. Aliás, cada um dos segmentos do sistema financeiro igualmente visa a ensejar eficiência econômica, como se verá, sucintamente, a seguir.

3 SEGMENTOS DO SISTEMA FINANCEIRO

Importante esclarecer que o sistema financeiro é segmentado por mercados específicos. Assim, de forma geral, o sistema financeiro segmentou e estruturou-se, inicialmente, em quatro grandes mercados (também chamados, grosso modo, como mercado financeiro *lato senso*), os quais são: mercado de crédito, mercado monetário, mercado de câmbio e mercado de capitais.

Outrossim, com o desenvolvimento do mercado financeiro ainda surgiram outros instrumentos aptos a proporcionar maior eficiência econômica, como aquele em que os agentes econômicos promovem o intercâmbio da alocação de riscos, gerando o mercado de seguros. Desenvolveu-se, também, o mercado de previdência privada, na qual os indivíduos buscam formas de garantir o recebimento de recursos na aposentadoria. Ainda, temos o mercado de derivativos, no qual são negociados títulos lastreados na variação do preço de outros ativos, isto é, dos quais seus valores derivam⁴³ do preço de mercado de outros bens ou ativos.⁴⁴

Nesse sentido, oportuno apresentar, um pouco melhor, ainda que sucintamente, os principais mercados que integram o sistema financeiro, apresentando suas principais funções, assim como por quais formas e canais buscam promover eficiência econômica, de modo a permitir melhor distingui-los do mercado de capitais, o qual constitui o objeto de estudo principal deste trabalho e que será melhor explanado em seção própria e detalhada.

3.1 MERCADO DE CRÉDITO

O mercado de crédito, em essência, é o segmento no qual as instituições financeiras captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam aos agentes deficitários, sendo remuneradas pela diferença entre o custo da captação e o valor cobrado dos tomadores, sendo essa diferença conhecida como *spread*.⁴⁵

⁴³ E, por isso, então, a denominação de derivativos.

⁴⁴ O qual por disposição legal integra o mercado de capitais e, portanto, está submetido ao mesmo âmbito de normatização e regulação, sendo fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁴⁵ *Spread*: consiste na diferença entre o preço de compra e venda de um ativo. Segundo a definição do Banco Central do Brasil, é a diferença “[...] entre taxas de juros de aplicação e de captação, compreendendo o lucro e o risco relativos às operações de crédito. Representa também a diferença entre o preço de compra e de venda de título ou moeda. Especifica o prêmio adicional que deve ser pago por um devedor em relação a uma taxa de referência. O spread varia de acordo com a qualidade de crédito do emissor, o prazo, as condições de mercado, o volume e a liquidez da emissão ou empréstimo.”. Mais

Na maior parte das vezes, tratam-se de operações de curto e médio prazo, realizadas, por exemplo, por bancos comerciais e sociedades de crédito, financiamento e investimento, conhecidas como financeiras, sendo o Banco Central do Brasil o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado.

Como é possível perceber, no mercado de crédito, o principal papel realizado pelas instituições financeiras é a intermediação financeira propriamente dita, na qual captam-se recursos no mercado e os alcançam aos agentes deficitários, de modo a desempenhar-se duas relevantes funções.

A primeira delas é a centralização de riscos, seja pela sua maior capacidade e especialização na análise de crédito, de modo a otimizar tal atividade; seja por reduzir a exposição dos agentes superavitários a perdas, vez que as instituições financeiras, em regra, assumem os riscos das operações.

A segunda função é servir de elo de ligação entre agentes com expectativas diferentes em relação a prazos e volumes de recursos. Assim, quando esse sistema não existe ou atua de forma ineficiente, muitas das necessidades de aplicação e empréstimo de recursos ficam represadas, gerando ineficiências econômicas.

Portanto, é possível compreender que no mercado de crédito as instituições financeiras atuam efetivamente como intermediários financeiros (ou intermediação indireta),⁴⁶ repassando recursos entre poupadores e tomadores, não propriamente ligando-os diretamente, mas sim estabelecendo relações individuais e independentes com ambos e assumindo, portanto, os riscos das operações,⁴⁷ sendo remunerados pela diferença entre as taxas de captação e de aplicação destes recursos.⁴⁸

Nesse diapasão, importante compreender que o mercado de crédito promove eficiência econômica, na medida em que promove o fluxo de recursos entre agentes

especificamente quanto ao *spread* bancário, consubstancia “[...] a diferença, em pontos percentuais (p.p.), entre a taxa de juros pactuada nos empréstimos e financiamentos (taxa de aplicação) e a taxa de captação.” (BANCO CENTRAL, 2016, recurso eletrônico).

⁴⁶ Conforme bem esclarecem Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi (2005, p. 435): “A intermediação pode ser indireta ou direta, refletindo o tipo de relacionamento que existe entre o poupador e o tomador de recursos [...]. Na intermediação indireta, uma instituição financeira (banco, cooperativa de crédito etc.) se coloca entre o poupador e aquele que necessita dos recursos. Portanto, o relacionamento entre o aplicador superavitário e o tomador deficitário é indireto: não há contato ou obrigação mútua entre eles, mas entre cada um deles e a instituição que intermedeia a transação. A intermediação direta é feita usualmente através do mercado de capitais, com o fluxo de recursos e as obrigações a ele associadas ocorrente diretamente entre aplicador e tomador, ainda que normalmente com a participação de instituições voltadas para facilitar e reduzir o custo dessas transações (por exemplo, bolsas e corretoras de valores).

⁴⁷ “O mercado de crédito, em que se efetuam os financiamentos a curto e médio prazos, do consumo corrente e dos bens duráveis, e do capital de giro das empresas.” (ARAÚJO, 2015, p. 21).

⁴⁸ Envolve as operações de financiamento de médio e longo prazos, assim como de prazos indeterminados.

superavitários e deficitários, evitando a subutilização, assim como proporcionando maiores retornos,⁴⁹ especializando-se, ainda, na análise de risco de crédito e permitindo a compatibilidade entre diversos demandantes e ofertantes de recursos com pretensões de volumes e prazos diferentes, além de assumir os riscos das operações, de modo a ensejar maiores níveis de poupança, investimento e consumo, promovendo, destarte, maximização da eficiência econômica.

Pertinente é a síntese feita por Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, nos seguintes termos:

A intermediação financeira objetiva interligar os agentes econômicos, de forma que aqueles que têm recursos disponíveis – os superavitários – possam aplicar suas poupanças em ativos financeiros emitidos pelos agentes que deles necessitam, os deficitários. As instituições financeiras, assim, captam recursos dos agentes econômicos superavitários para emprestá-los aos agentes deficitários, atuando como autênticos intermediários do crédito, de forma habitual e profissional. [...] De um ponto de vista estritamente jurídico, as instituições financeiras atuam como se os recursos emprestados ao público fossem recursos próprios. Tal se dá porque elas agem, em cada operação de captação ou aplicação de recursos, em nome próprio; tais recursos emprestados pelas instituições financeiras, porém, foram previamente captados junto ao público, para a finalidade de repassá-los, como empréstimos, às unidades econômicas deficitárias. O intermediário financeiro, portanto, constitui um tipo especial de empresário, que capta recursos do público, deles se apropria, como se fossem próprios, para o fim de transferi-los aos agentes econômicos que deles necessitam, de forma habitual e com finalidade lucrativa.⁵⁰

Ou seja, a característica marcante do mercado de crédito consiste no ensejo do fluxo de recursos entre agentes superavitários e deficitários, interligando-os indiretamente, ou seja, estabelecendo, o intermediário, relação com ambos, mas não dos agentes (superavitários e deficitários) entre si.

Possível inferir que o custo do capital, nesse contexto, tende a ser maior, pois haverá a remuneração do intermediário, reduzindo-se, nesse ponto, portanto, a eficiência econômica, na medida em que se acrescem os custos de transação.⁵¹ Por outro lado, pode haver ganho de eficiência econômica na medida em que estes intermediários se especializam na análise do risco das operações e no perfil dos agentes econômicos contratantes, inclusive porque, em regra, assumem os eventuais prejuízos.

⁴⁹ Inclusive e fundamentalmente em razão das preferências e escolhas intertemporais dos agentes econômicos.

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 2.

⁵¹ Frise-se que tais conceitos serão oportuna e devidamente esclarecidos.

3.2 MERCADO MONETÁRIO

O mercado monetário é utilizado para transferências de recursos a curto prazo, entre as próprias instituições financeiras ou entre elas e o Banco Central. Utilizado basicamente para controle de liquidez na economia, o Banco Central intervém vendendo ou comprando títulos e, portanto, retirando ou injetando recursos na economia, de modo a reduzir ou aumentar a quantidade de moeda disponível e, dessa forma, diminuindo ou elevando a liquidez.⁵²

Os papéis negociados servem como referência para a taxa de juros. Destaca-se aqui o prazo dos empréstimos, realizados no curto e curtíssimo prazo, não excedendo a treze meses e, na grande parte das vezes, com duração de um dia, ou seja, é o mercado onde se concentram as operações para controle da oferta de moeda e das taxas de juros de curto prazo, com vistas a garantir a liquidez e o seu nível na economia.⁵³

Aqui também a eficiência econômica é ensejada ao se permitir que as instituições financeiras possam obter liquidez para enfrentar problemas de caixa e de descasamentos de fluxo de recursos, assim como para o Banco Central do Brasil realizar a política monetária.

3.3 MERCADO DE CÂMBIO

O mercado de câmbio, por sua vez, é aquele no qual são negociadas trocas entre moedas estrangeiras e moeda nacional. Esse mercado é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil, que dele também participa para a execução da Política Cambial.⁵⁴

Redobrada importância representa para os agentes econômicos envolvidos no comércio internacional, pelo qual são realizadas transações com o exterior, havendo necessidade de realizar pagamentos em moeda estrangeira ou mesmo receber recursos vindos de outros países.⁵⁵

⁵² Conforme o Banco Central do Brasil: “[...] é o mercado que fornece à economia papel-moeda e moeda escritural, aquela depositada em conta-corrente.”. (BANCO DO CENTRAL, 2017a).

⁵³ “O mercado monetário, em que se realizam as operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos.”. (ARAÚJO, 2015 p. 21).

⁵⁴ “O mercado de câmbio, em que se realizam as operações que envolvem a necessidade de conversão de moedas estrangeiras em moedas nacionais e vice-versa”. (ARAÚJO, 2015 p. 21).

⁵⁵ Segundo o Banco Central do Brasil, “No Brasil, o mercado de câmbio é o ambiente onde se realizam as operações de câmbio entre os agentes autorizados pelo Banco Central e entre estes e seus clientes, diretamente ou por meio de seus correspondentes. [...] O mercado de câmbio é regulamentado e fiscalizado pelo Banco Central e compreendem as operações de compra e de venda de moeda estrangeira, as operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no País e residentes,

Nesse contexto, a eficiência econômica é ensejada ao permitir o comércio internacional, assim como a realização da política cambial pelo Banco Central do Brasil, além de, eventualmente, proteção contra variações cambiais.⁵⁶

3.4 MERCADO DE SEGUROS

Esse mercado surge da associação de agentes econômicos para suportar coletivamente danos individuais. Assim, por meio do pagamento antecipado de quantia (prêmio), que representa fração do bem segurado, obtém-se cobertura para receber indenização⁵⁷ caso haja sinistro.

Caracteriza-se, assim, fundamentalmente, pela presença de incerteza, uma vez que diz respeito a eventos futuros e incertos; bem como pelo mutualismo, porquanto o somatório de todos os prêmios deve garantir as indenizações. (FORTUNA, 2002, p.359-360).

Oportuna é a colocação de Klecius Augustus Passos Pereira, indicando a função do mercado de seguros como forma de compensação dos efeitos do acaso pela mutualidade organizada segundo as leis da estatística:

O seguro existe como forma de prevenção de risco futuro, possível e incerto, face às contingências da vida. É a compensação dos efeitos do acaso pela mutualidade organizada segundo as leis da estatística. [...] sendo essencial, para a sua formação, a existência do segurado, segurador, risco, objeto do seguro, prêmio (valor pago pelo segurado) e indenização (valor pago pela seguradora em caso de sinistro). O ato de precaver-se adquire, então, no seguro, a natureza de previdência ou prevenção contra a eventualidade de riscos de ocorrência aleatória, ou o provimento de necessidade futura, que no seguro de vida individual ou em grupo, e na previdência consistiriam no recebimento de capital ou de renda.⁵⁸

domiciliados ou com sede no exterior e as operações com ouro-instrumento cambial, realizadas por intermédio das instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio pelo Banco Central, diretamente ou por meio de seus correspondentes. [...] Incluem-se no mercado de câmbio brasileiro as operações relativas aos recebimentos, pagamentos e transferências do e para o exterior mediante a utilização de cartões de uso internacional, bem como as operações referentes às transferências financeiras postais internacionais, inclusive vales postais e reembolsos postais internacionais.”. (BANCO CENTRAL, 2017b)

⁵⁶ Muito embora o local propício para tanto seja o de derivativos, integrante do mercado de capitais, por meio de operações de *hedge*.

⁵⁷ Permitindo reposição.

⁵⁸ PEREIRA, Klecius Augustus Passos. **As Estratégias Adotadas no Setor de Seguros: Estudo de Caso de Minas Brasil**. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Administração. Universidade Fundação Mineira de Educação e Cultura. Belo Horizonte, 2007. Disponível em: http://www.fumec.br/anexos/cursos/mestrado/dissertacoes/completa/klecius_augustus_passos_pereira.pdf. Acesso em: 15 jan. 2017. p. 9.

Nesse contexto, possível compreender que o mercado de seguros promove eficiência econômica na medida em que permite transferência e redistribuição dos riscos, bem como a pulverização de danos, justamente para aqueles agentes econômicos que se revelam mais aptos a suportá-los, de modo a ensejar maiores níveis de bem-estar individual e também social.

3.5 MERCADO DE PREVIDÊNCIA PRIVADA

Paralelamente à previdência social ou pública, temos a previdência privada ou complementar, que se trata de sistema privado que possui o objetivo de proporcionar recebimentos na aposentadoria. A previdência privada surge da necessidade de obtenção de renda complementar à previdência social, que muitas vezes não supre as efetivas necessidades ou exigências, mormente porque os benefícios alcançados são inferiores aos percebimentos obtidos pelos indivíduos quando economicamente ativos.

Assim, na previdência privada, os planos de aposentadoria funcionam na forma de fundos, construídos por meio da contribuição dos futuros favorecidos, montante do qual são retirados os benefícios dos participantes. (DEBIASI, 2004, p. 03).

Nesse contexto, a eficiência econômica é ensejada porquanto é criado mecanismo que, muito embora de adesão voluntária, torna seu cumprimento obrigatório, fazendo com que os contratantes façam poupança compulsoriamente, sendo que os fundos formados pelo somatório de todos os contribuintes permitem ganhos de escala⁵⁹ e maiores retornos, inclusive com a especialização dos agentes que realizam a gestão dos recursos.

Ou seja, a eficiência econômica é obtida, sobretudo, em razão da constituição de fundos que, se bem e regularmente administrados, permitem ganhos de escala e redução de custos de transação, inclusive sendo esperados maiores retornos esperados tendo em conta a especialização de seus gestores.

3.6 MERCADO DE DERIVATIVOS

O conceito de risco é um dos pilares da gestão financeira. Sob a ótica das empresas e empreendedores de modo geral, as expectativas de retorno em seus empreendimentos

⁵⁹ Divisão e redução dos custos destinados a gestão, administração e custódia dos fundos, entre outros, permitindo-se alta especialização dos responsáveis pela escolha das aplicações e, portanto, maiores retornos esperados.

devem ser analisadas em conjunção com os riscos envolvidos no negócio, como, por exemplo, o descasamento entre as moedas associadas as suas receitas de exportação e aos seus custos internos de produção. Outrossim, sob a ótica dos gestores de investimentos nos mercados financeiros, a identificação e mensuração dos riscos são essenciais para a correta avaliação do perfil dos investidores em relação a potenciais perdas (*suitability*), bem como para a adequada alocação e seleção de ativos em carteiras a partir do perfil identificado.

Dadas as diferentes curvas de utilidade entre os agentes econômicos, o desenvolvimento de mercados especializados em mecanismos de transferências de risco ocorreu naturalmente. Para eventos típicos da vida civil, *v.g.*, desastres, morte, incapacidades, doenças e etc., foram desenvolvidos produtos específicos, como já mencionado acima, junto ao mercado de seguros.

Já para os riscos financeiros, *e.g.*, preços de ativos, *commodities*,⁶⁰ taxas de referência e índices, foram desenvolvidos contratos derivativos, nos quais os seus preços derivam do preço de um determinado ativo, índice ou taxa de referência. Os contratos derivativos podem ser celebrados em mercados organizados (ex: bolsas de valores e mercado de balcão) ou ser negociados de forma bilateral diretamente entre as partes envolvidas.

Os contratos derivativos podem ser classificados em duas categorias gerais: compromissos a termo (*forward commitments*) e de exercício contingencial (*contingent claims*). Nos compromissos a termo, o comprador contrai a obrigação de adquirir do vendedor um ativo subjacente em uma data futura específica, por um preço pré-determinado na origem. Neste sentido, o contrato pode ser customizado, isto é, a transferência de risco nele contida pode refletir exatamente a preferência das partes (ex: contratos a termo, *swaps*, *Non-Deliverable Forward* - NDFs), mas podem também ser padronizados pelas bolsas, que assumem o papel de contraparte central dos negócios (ex: contratos futuros).

Nos derivativos de exercícios contingenciais, os contratos celebrados somente geram efeitos de pagamento caso eventos aleatórios específicos se realizem. Exemplo típico desta categoria são as opções, quando seu adquirente, mediante pagamento de um prêmio, detém o direito de negociar um ativo-objeto nas condições de preço e prazo previstos no contrato. Em contraste com os compromissos a termo, nos derivativos de

⁶⁰ Especialmente quando dependentes de variáveis naturais (*commodities* agrícolas) ou de difícil controle ou prognóstico (câmbio).

exercícios contingenciais, o adquirente possui o direito – e não a obrigação – de realizar o negócio contratado. Uma grande variedade de instrumentos contém derivativos de exercícios contingenciais, que podem ser negociados em mercados organizados (ex: contratos padronizados de opções sobre ações negociadas em bolsas de valores) e em negócios bilaterais (ex: opções de ações em pacote de remuneração de executivos).

Importante desde já registrar que se considerando a relevância e complexidade do processo de transferência de riscos por meio de derivativos, bem como os potenciais danos aos sistemas financeiros globais a partir de seu uso inadequado, surgiu para o Estado a necessidade de intensa regulação, de forma a garantir que seu objetivo precípua seja alcançado, sendo esta tarefa atribuída ao mesmo regulador do mercado de capitais, o qual integra, por disposição legal.⁶¹

Como se constata, portanto, o mercado de derivativos, por determinação legal e mesmo por similitudes operacionais, faz parte do mercado de capitais, muito embora sua essência difira, pelo menos em parte, da que justifica a existência do mercado de capitais e a forma pela qual é proporcionada eficiência econômica.⁶²

Nesse sentido, a eficiência econômica proporcionada pelos derivativos surge, fundamentalmente, da possibilidade da realização de operações de *hedge*, ou seja, da possibilidade dos agentes econômicos se protegerem da variação do preço de um determinado ativo, índice ou taxa de referência, ao qual suas atividades estejam atreladas, garantindo-se, portanto, seus retornos de acordo com o preço inicial (ou margem admitida) do ativo envolvido.⁶³

⁶¹ Não necessariamente por identidade conceitual ou substancial.

⁶² Conforme a Comissão de Valores Mobiliários: “Derivativos são contratos que derivam a maior parte de seu valor de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice. O ativo subjacente pode ser físico (café, ouro, etc.) ou financeiro (ações, taxas de juros, etc.), negociado no mercado à vista ou não (é possível construir um derivativo sobre outro derivativo). Os derivativos podem ser classificados em contratos a termo, contratos futuros, opções de compra e venda, operações de swaps, entre outros, cada qual com suas características. Os derivativos, em geral, são negociados sob a forma de contratos padronizados, isto é, previamente especificados (quantidade, qualidade, prazo de liquidação e forma de cotação do ativo-objeto sobre os quais se efetuam as negociações), em mercados organizados, com o fim de proporcionar, aos agentes econômicos, oportunidades para a realização de operações que viabilizem a transferência de risco das flutuações de preços de ativos e de variáveis macroeconômicas.”. (CVM, 2017, recurso eletrônico).

⁶³ Para uma visão completa, ver HULL, J. Fundamentos dos mercados futuros e de opções. São Paulo: BM&F Bovespa, 2009.

3.7 MERCADO DE CAPITAIS

Há casos nos quais o mercado de crédito pode ser insuficiente para suprir as necessidades de financiamento. Isso pode ocorrer, por exemplo, quando determinada empresa necessita de um volume de recursos muito superior ao que uma instituição poderia, sozinha, emprestar.

Além disso, pode ocorrer dos custos dos empréstimos no mercado de crédito, em razão dos riscos envolvidos, tornarem-se demasiadamente altos; ou mesmo desincentivar-se a oferta de crédito; em ambos os casos de forma a inviabilizar os investimentos pretendidos. Isso acontece, em geral, nos investimentos produtivos de duração mais longa, de valores muito elevados e que, portanto, implicam maiores riscos. Desenvolveu-se, assim, o mercado de capitais.

Basicamente, para a classificação dos diversos segmentos existentes no mercado financeiro, é preciso considerar as características das operações realizadas em seu âmbito, dentre elas os tipos de agentes econômicos envolvidos, os intermediários, os ativos e produtos financeiros negociados, os meios utilizados para a captação de recursos, a finalidade das aplicações desses recursos, o prazo das operações, a formalização, entre outros atributos, sendo que, em alguns casos, a tarefa de diferenciação e classificação pode tornar-se árdua, especialmente quando as funções dos diferentes mercados se assemelham, como ocorre em algumas hipóteses com o mercado de crédito e o mercado de capitais, que ensejam, ambos, fluxo de recursos entre agentes superavitários e deficitários.⁶⁴

⁶⁴ Pertinente consignar: “Por outro lado, é importante mencionar que se mantém, sempre entre nós brasileiros, e sobretudo em sede teórico-doutrinária e ainda que ausente uma específica e expressa distinção legislativa nesse sentido, uma clássica diferenciação entre mercado financeiro e mercado de capitais. Assim, o mesmo Yazbek, autor do trecho já acima transcrito, ulteriormente lembrando que uma das funções básicas do mercado financeiro (*rectius*, do mercado financeiro e de capitais) é a mobilização e a canalização de recursos para atividades produtivas, transformando poupança em investimento, esclarece que “a partir daí, o gênero ‘mercado financeiro [que, até então, parece que vinha sendo chamado de ‘mercado financeiro e de capitais] é cindido, nele sendo reconhecidas duas espécies: o ‘mercado financeiro em sentido estrito e o ‘mercado de capitais’.”, sendo que, no primeiro caso (também chamado de mercado de crédito ou de mercado bancário), “[...] a mobilização e canalização dos excedentes é efetuada por meio de um intermediário financeiro que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento, enquanto no segundo caso (também chamado de mercado de valores mobiliários) [...] a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário, a partir da emissão, por este último, de obrigações primárias ou diretas, como ações, debêntures ou ‘commercial papers’⁵, adquiridas por aquele primeiro”. (ARAÚJO, 2015. p. 22,23).

Ademais, se se levar em consideração que também o mercado de capitais não prescinde de figuras de intermediação ou, em outros termos, talvez mais apropriados, de figuras assemelhadas à intermediação (e o termo mais próprio para essa figura talvez seja mesmo *underwriter*, ou subscritor, ora puro, ora de garantia firme, ora prestando os melhores esforços no processo de colocação pública de títulos), ou que pelo menos não as exclui, a distinção entre o mercado financeiro e o mercado de capitais pode ser captada

Assim, importante compreender, no mercado de capitais há sim fluxo de recursos entre agentes superavitários e agentes deficitários, seja por meio da participação direta nos empreendimentos, como, por exemplo, no caso de aquisição de ações, seja, inclusive, mediante mútuo, semelhantemente ao que ocorre no mercado de crédito. Porém, aqui, as relações se dão diretamente entre ofertantes e tomadores últimos, sendo que, neste mercado, a participação dos intermediários limita-se a atuação como prestadores de serviços (colaboradores), como, por exemplo, estruturando operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes, distribuindo valores mobiliários no mercado, entre outros serviços, pelo quais são remunerados, mas não atuando propriamente como parte ou contraparte nas operações.

Desta forma, apenas com o fito de contextualizar e diferenciar o mercado de capitais em relação aos demais mercados existentes dentro do sistema financeiro, importante registrar que nas relações que se estabelecem no mercado de capitais, os agentes superavitários, ao alcançarem seus recursos diretamente aos agentes deficitários (empresas), adquirem títulos, que representam as condições estabelecidas no negócio, chamados de valores mobiliários, os quais podem ser títulos de dívida, nos quais se estabelece uma relação de crédito e débito entre as partes tomadora e poupadora, como ocorre no caso das debêntures; ou podem constituir títulos patrimoniais ou de capital, nos quais os agentes superavitários se tornam sócios dos negócios, com todos os direitos e deveres próprios desta condição, como ocorre na aquisições de ações.⁶⁵

Por conseguinte, os investidores assumem o risco dos empreendimentos e mesmo das operações, nos casos de empréstimos, e não as instituições financeiras, como ocorre no mercado de crédito, ou seja, importante destacar que, nesse mercado, as instituições financeiras atuam tão somente como prestadoras de serviços e não assumem, como regra, a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações estabelecidas e formalizadas entre os emissores dos títulos e os investidores.⁶⁶

pela própria presença, centralidade ou papel desempenhado por esse dito intermediário. Assim, o mercado financeiro se identificaria por um intermediário que atua como genuína contraparte das sucessivas operações próprias da intermediação financeira, e o mercado de capitais se caracterizaria pela presença de uma figura que meramente colabora para as movimentações financeiras ou para a eficiente aproximação entre os agentes interessados.” (ARAÚJO, 2015. p. 22, 23).

⁶⁵ Neste momento, somente é apresentada conceituação perfunctória, uma vez que, na seção própria, será apresentada definição detalhada dos valores mobiliários e, portanto, do mercado de capitais.

⁶⁶ Desde já é imperioso salientar que aqui se refere a investimento no sentido usual, como costumeiramente se faz. Contudo, importante registrar que o conceito econômico de investimento, mais restrito, é distinto, como se pode observar da seguinte passagem: “Assim, mandatório esclarecer o significado do termo investimento, em conformidade com a literatura econômica, que consiste na aplicação de recursos (dinheiro ou títulos) em empreendimentos nos quais existe a expectativa de rendimento de juros ou lucros,

Igualmente nesse sentido, ressaltando o aspecto da desintermediação que sobretudo caracteriza o mercado de capitais, oportuno registrar o que dizem Paulo Marcelo de Oliveira Bento et al.:

Já no mercado de capitais, a relação entre os agentes, i. e., o fluxo de recursos entre aqueles que dispõem e os que necessitam de capital de capital, dá-se de maneira direta, sem a intermediação de uma instituição financeira, razão por que este é o mercado da desintermediação financeira, e. g., as operações realizadas nas bolsas de valores.⁶⁷

De qualquer forma, crucial desde já realizar importante ressalva, que diz respeito à nomenclatura e a relação de (eventual, conforme oscilante literatura sobre a questão, seja de forma explícita ou implícita) não biunivocidade entre as expressões mercado de capitais e mercado de valores mobiliários. Assim, muito embora a grande parte da literatura e a prática consagrada assim não o façam, tal distinção, efetivamente, possui fundamento, uma vez que a legislação, por vezes, embora não claramente, pareça fazer essa distinção. Nesse sentido,⁶⁸ interessante é o posicionamento atual de Mattos Filho (2015, p. 19) sobre a eventual distinção da terminologia empregada:

É de se notar a confusão ainda existente entre os conceitos e, como consequência, os campos de abrangência dos termos mercado de capitais, mercado financeiro ou valor mobiliário. Vulgarmente se tem o termo mercado de capitais como equivalente ao mercado dos valores mobiliários, talvez esquecidos que o mercado de capitais deveria significar o mercado onde os ofertantes e tomadores de excedentes financeiros se encontram para disputá-la. Ou seja, as instituições bancárias e as empresas não financeiras disputam os excedentes monetários. Desta feita, temos, dentro do mercado de capitais, os mercados financeiros e os dos valores mobiliários competindo para a captação da poupança disponível.

O termo mercado de capitais para significar o mundo dos valores mobiliários também pode causar confusão na medida em que os que buscam captar recursos junto ao mercado emitem valores mobiliários e são supervisionados pelo ente estatal que se denomina Comissão de Valores Mobiliários. Porém, mais importante que essa separação de campos de atuação é a conceituação do que seja valor mobiliário; e isso,

em geral a longo prazo. Portanto, em sentido amplo, o termo se aplica tanto à compra de máquinas, equipamentos e imóveis para a instalação de unidades produtivas, assim como à compra de títulos financeiros (letras de câmbio, ações e bond's). Entretanto, o seu significado técnico é outro, mais restrito, o qual é utilizado em Economia, onde investimento é definido como a aplicação de recursos em bens de capital, ou seja, em meios que levam ao crescimento da capacidade produtiva, como, por exemplo, em instalações, máquinas e meios de transporte.” (TRINDADE; FRAGA, 2012).

⁶⁷ BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira; MALHEIRO, Rafael Macedo; CASTILHO, Ramon Machado; BATISTON, Renato Reis; COELHO; Renato Souza. Manual de tributação no mercado financeiro. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 33.

⁶⁸ Também nesse norte, Roberto Papini define o mercado de valores mobiliários como integrante do subsistema do mercado de capitais, no qual “se realizam operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas.” In: PAPINI, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Forense, 1987. p. 09.

principalmente, a partir do momento em que o ordenamento jurídico brasileiro passou de uma listagem desses valores que estariam sujeitos ao poder regulamentar da CVM, para uma definição retirada de julgados da Suprema Corte norte-americana. Ao adotar o conceito de contrato de investimento coletivo, nasceu a necessidade de sua conceituação específica para, dentre outros pontos, estabelecer o campo de competência da CVM.

Justamente nesse sentido, Danilo Borges dos Santos Gomes de Araújo sustenta que se o mercado de valores mobiliários se define pelo seu objeto, isto é, pelos valores mobiliários definidos no art. 2 da Lei n. 6.385/76 (BRASIL, 19876), e se se consideram expressamente excluídos desse mercado os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (de acordo com o § 1º do art. 2 da Lei n. 6.385/76 (BRASIL, 1976), então é possível concluir que “[...] o mercado de valores mobiliários ou é um mercado que se encontra no âmbito do mercado de capitais, ou é um mercado que tem intersecções com o mercado de capitais, mas que com ele não se identifica plenamente, sendo incorreto, em nossa opinião, o estabelecimento de uma sinonímia entre mercado de capitais e mercado de valores mobiliários.”. (ARAÚJO, 2015, p. 29).

Prossegue o supracitado Autor:

O mercado de valores mobiliários, nesse sentido, poderia ser definido como o "subsistema do mercado de capitais no qual se realizam operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas", caracterizando-se, mais precisamente, por ser o segmento do mercado financeiro em que "a) os tomadores finais dos recursos são companhias ou sociedades anônimas; b) os ativos financeiros transacionados são emitidos diretamente pelas companhias, podendo representar dívidas (debêntures ou quaisquer outros títulos negociáveis) ou propriedade (ações); c) os aplicadores finais são indivíduos, companhias ou governos, que adquirem os valores mobiliários emitidos pelas companhias [...]; d) o mercado de valores mobiliários preenche funções primárias e secundárias, compreendendo, respectivamente, a captação de recursos através de emissão de ações novas e a transferência de propriedade dos valores mobiliários em circulação", arrematando-se que "apesar das diferenças terminológicas, não há dúvida de que o mercado de ações se compreende no limite do mercado de valores mobiliários que, por sua vez, está contido no mercado de capitais, ao qual frequentemente se atribui apenas as operações destinadas a canalizar recursos para as empresas através de capital de risco”.

Ou, ainda, diz-se que "mercado de valores mobiliários é aquele, portanto, onde se negociarão os valores conceituados no art. 2º desta Lei, e que permitirão uma capitalização direta das empresas, quer sob a forma de participação no capital social, quer sob a de mútuo”.

Há, em conclusão, definições estreitas e amplas do que seja o mercado de capitais, ora sendo identificado com o próprio mercado financeiro, ora sendo identificado como um subsistema do mercado financeiro, e, aí, até mesmo sendo considerado, em termos legais, como o próprio mercado de valores mobiliários, compreendendo, principalmente, as transações com ações e debêntures, apesar de, como se disse linhas acima, ser possível

estabelecer uma distinção entre mercado de capitais e mercado de valores mobiliários, segundo os próprios termos legais. (ARAÚJO, 2015, p. 29,30).

Todavia, muito embora não constitua objeto do presente estudo sustentar esta premissa, os termos mercado de capitais ou de valores mobiliários serão tratados, neste trabalho, como sinônimos, tanto em razão do uso consagrado como da pouca utilidade, no atual estágio, desta diferenciação, que consubstanciaria esforço redundante,⁶⁹ o que é reconhecido inclusive por aqueles que sustentam essa diferenciação, como se vê:

É sempre conveniente, enfim, ressaltar que qualquer definição de mercado de capitais não deve ser imediatamente tomada de modo absoluto, pois é realmente muito difícil (e até muito pouco produtora) a delimitação precisa de qualquer determinado mercado, dados o seu dinamismo e as suas complexidades. (ARAÚJO, 2015, p. 30).

Assim, o mercado de capitais ou, como também conhecido, mercado de valores mobiliários, pode ser definido como o ambiente onde se realizam operações que objetivam, fundamentalmente, criar fluxo de recursos entre agentes superavitários e deficitários, canalizando recursos para as empresas emissoras, que geralmente são sociedades anônimas abertas, por meio da emissão pública de valores mobiliários, sendo que o retomo dos investimentos, em regra, relaciona-se com a lucratividade da companhia emissora.⁷⁰

Dessa forma, importante notar que o mercado de capitais promove eficiência econômica de modo muito semelhante ao que ocorre com o mercado de crédito. Contudo, aqui, diferentemente, a relação entre agentes superavitários e deficitários se dá diretamente, sem a intervenção de intermediários, pelo que os recursos podem ser, em

⁶⁹ Nesse sentido, interessante lembrar do postulado da Navalha de Ockham, como bem explana Marcelo Lima Guerra: “A chamada ‘navalha de Ockham’ corresponde ao princípio da economia, de natureza epistemológica, elaborado pelo famoso filósofo e teólogo medieval Guilherme de Ockham (1285-1347/1349), expresso em duas fórmulas distintas: (a) ‘frustra fit per plura quod fieri potest per pauciora’ (inutilmente se faz com muito o que se pode fazer com pouco) e (b) ‘pluralitas non est ponenda sine necessitate’ (uma pluralidade não deve ser pressuposta sem necessidade). Na lição de Willis Santiago Guerra Filho, ‘A célebre fórmula da ‘navalha de Ockham’, ‘entia non sunt multiplicanda sine necessitate’, não foi cunhada pelo nosso A., pois para ela o princípio da economia não se relaciona com os entes, não são eles que não devem ser multiplicados inutilmente – o que só Deus poderia fazer, e de fato, até onde podemos perceber, o faz -, mas sim o conhecimento deles, donde não ser um princípio ontológico, mas tão-somente epistemológico’. Acrescenta Guerra Filho: ‘Pela utilização desse princípio, afasta-se uma série de assertivas, por serem supérfluas e, logo, desprovidas de sentido, ao implicarem a existência de entidades para validá-las, quando bastaria estabelecer condições de validação. Note-se, aí, uma antecipação, em Ockham, da substituição operada na ciência contemporânea dos conceitos substanciais em favor daqueles relacionais, evitando o hipostasiamento metafísico’ [Willis Guerra Filho, Introdução ao Pensamento de Guilherme de Ockham, trabalho inédito, em manuscrito fornecido pelo autor].” (GUERRA, 2003. p. 47-48).

⁷⁰ EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008. p. 7-8).

tese, obtidos a menores preços, inclusive reduzindo-se os custos de transação, bem como pode ser mais vantajoso o retorno por parte dos poupadores (investidores).⁷¹

Oportuno consignar, a seguir, organograma elaborado pelo Banco Central, o qual muito bem demonstra, de forma sintética, as divisões do sistema financeiro nacional, assim como os respectivos órgãos normativos, fiscalizadores, além dos agentes econômicos que os compõem.

Imagem 1 - Composição e Segmentos do Sistema Financeiro Nacional⁷²



* Dependendo de suas atividades corretoras e distribuidoras também são fiscalizadas pela CVM.

** As Instituições de Pagamento não compõem o SFN, mas são reguladas e fiscalizadas pelo BCB, conforme diretrizes estabelecidas pelo CMN.

Fonte: (BC, 2017c).

⁷¹ Muito embora o risco tenda a ser maior também. Todavia, considerando a redução severa dos custos de transação e de obtenção de informações que o avanço tecnológico vem permitindo, parece-nos que, cada vez mais, tais tipos de aplicações tornar-se-ão mais vantajosas, conforme veremos adiante.

⁷² Interessante organograma apresentado pelo Banco Central do Brasil, onde constam os diversos segmentos do sistema financeiro, também chamados de mercados financeiros específicos, onde estão indicados, além dos agentes econômicos participantes, os respectivos órgãos normativos e reguladores.

4 RECONHECIMENTO DA EXISTÊNCIA DAS FALHAS DE MERCADO

Como antes visto, supõe-se que seja justamente a possibilidade da realização de intercâmbios voluntários que permite o alcance de eficiência econômica, já que viabiliza aos indivíduos que promovam voluntariamente as trocas que lhe sejam vantajosas, sendo que, inclusive, em sendo todas as trocas possíveis e vantajosas efetivamente realizadas, esgotar-se-iam os excedentes econômicos potenciais.

Nesse contexto, por meio do sistema de mercado, como é o caso do sistema financeiro e, aqui mais especificamente, do mercado de capitais, é possível proporcionar-se eficiência econômica, haja vista que permite aos agentes econômicos, *per se*, otimizarem as suas satisfações, ou, como dizem os economistas, as suas utilidades, de modo a maximizar a eficiência econômica.

4.1 SISTEMA DE MERCADO E INEFICIÊNCIAS

Contudo, não há como deixar de se constatar as frequentes crises que atingem os mercados verificadas ao longo da história, que ao invés de indicarem a inapropriação ou falência do sistema de mercado, ao contrário, tão só revelam a eventual existência de deficiências.⁷³ Nesse particular, aliás, importante constatar que a frequência dessas crises é bastante variável, assim como o é o grau de gravidade e duração das mesmas.⁷⁴

Assim, é inegável que se apresentam, trazendo, inexoravelmente, questionamentos quanto às suas causas, às suas consequências, bem como quanto às formas de debelá-las e mesmo evitá-las, inclusive se tais melhorias efetivamente são possíveis, não sendo raras as discussões, embora cada vez menos presentes, quanto à pertinência da eleição e da utilização do sistema de mercado (e dentro dele do

⁷³ Analogamente à citação notoriamente de Winston Churchill na qual afirma que “[...] a democracia é a pior forma de governo, excetuando-se todas as outras que já foram experimentadas [...]”, as economias de mercado evidentemente possuem suas limitações, porém constituem-se no melhor mecanismo já encontrado para se promover a alocação de bens, o que se dá mediante trocas voluntárias e pretensamente vantajosas mutuamente, conferindo maior eficiência econômica e quiçá bem-estar social.

⁷⁴ Como exemplo recente, podemos citar a denominada “*Crise do Subprime*”, que foi uma crise financeira que se iniciou em 2006, a partir da quebra de instituições financeiras de crédito dos Estados Unidos, as quais concediam empréstimos hipotecários de alto risco, o que acabou por levar diversos bancos que possuíam seus títulos em carteira à insolvência, afetando severamente as bolsas de valores de todo o mundo. É considerada por muitos economistas a crise financeira mais grave desde a Grande Depressão de 1929, revelando-se uma *crise quase sistêmica*, com potencial de interromper a cadeia de pagamentos da economia global – o que poderia ter atingido, de forma generalizada, a todos os setores econômicos.

mecanismo de mercado) como forma de alocação de recursos e mesmo de promotor das trocas.⁷⁵

4.1.1 Crises Sistêmicas ou Quase-Sistêmicas

Tais crises podem tanto atingir os diversos mercados como um todo quanto apenas determinados mercados ou setores ou segmentos integrantes dos mercados. Melhor explanando, quanto à primeira hipótese, vale registrar que as crises verificadas podem ser sistêmicas ou quase-sistêmicas, isto é, capazes de atingir, de forma generalizada, a todos ou mais de um dos setores econômicos, basicamente comprometendo todo o seu funcionamento e, especialmente, a liquidez financeira, interrompendo as cadeias de pagamento.

Nessa esteira, os riscos sistêmicos são decorrentes das interligações e da interdependência entre os diversos setores e agentes econômicos que compõem os mercados, no qual a insolvência de uma única instituição ou grupo de instituições pode provocar falências em cadeia, interrompendo o fluxo de riquezas, o que pode ocasionar que o sistema inteiro reste comprometido ou colapsado.⁷⁶

Nesse sentido, o Comitê de Bancos da Basileia definiu o risco sistêmico como sendo aquele em que a inadimplência de uma instituição para honrar seus compromissos contratuais pode gerar uma reação em cadeia, atingindo grande parte do sistema financeiro.⁷⁷ Essa definição pressupõe elevada exposição direta e interdependência entre as instituições, de modo que a falência de qualquer uma delas

⁷⁵ Esclarecendo, o sistema de mercado não é a única forma de alocação dos recursos em uma economia, podendo também se realizar, por exemplo, através da direta intervenção estatal, como nos sistemas de economia planificada, além dos sistemas de economia mista, bem como através de outras formas de trocas, como, por exemplo, o próprio e vetusto escambo.

⁷⁶ SCHWARCZ, S. L. Systemic Risk, *Georgetown Law Journal*, v. 97, n. 1, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1008326>>. Acesso em: 10 dez. 2016.

⁷⁷ Dessa forma, compreende-se que uma crise sistêmica é composta de dois elementos básicos, isto é, o choque inicial e o mecanismo de propagação. O choque pode atingir inicialmente uma única instituição ou um mercado, propagando-se por contágio para o sistema financeiro em geral, ou atingir diversas instituições e mercados ao mesmo tempo. Aliás, o ajustamento para um novo ponto de equilíbrio pode ser particularmente violento, sendo que, muitas vezes, representa uma ruptura completa e abrupta com o equilíbrio anterior, conforme: Modelo de Contágio para Avaliação de Risco Sistêmico (BC, 2009).

pode oferecer riscos para todo o sistema, ⁷⁸ como através de um efeito dominó⁷⁹, com a interrupção da cadeia de pagamentos de toda ou grande parte da economia.⁸⁰

Vale pontuar que as crises sistêmicas ou quase-sistêmicas, embora mais marcantes e emblemáticas, haja vista que representam rupturas severas na economia, nas quais se apresentam quedas abruptas e vertiginosas da atividade econômica, revelam-se, em regra, transitórias, até que os mercados encontrem novos pontos de equilíbrio; podendo, por vezes, mesmo representar mudanças de paradigmas, como, por exemplo, por meio do surgimento de inovações disruptivas, em que o comprometimento de um mercado pode ser ocasionado, na verdade, em razão do surgimento de outro mais eficiente.

4.1.2 Deficiências Setoriais

Todavia, as crises apresentadas pelos mercados não são necessariamente sistêmicas ou quase-sistêmicas, pelo contrário. Aliás, verificam-se com maior frequência as crises setoriais (ou não sistêmicas), as quais atingem mais diretamente apenas um mercado específico ou mesmo segmento de mercado.

Aliás, o melhor termo para definir tais tipos de situações não seja crise, porquanto remete à ideia de situação aguda e transitória, mas sim deficiência ou deficiências, muitas delas até mesmo crônicas, que implicam em pontos de equilíbrio (portanto, estáveis) baixos (ineficientes), aquém das efetivas possibilidades.

Assim, as deficiências setoriais, muito embora possam indiretamente implicar efeitos nocivos para todos os mercados (chamado, muitas vezes e coloquialmente, apenas de mercado, representando a coletividade e sendo, portanto, gênero, composto pelos diversos setores econômicos existentes ou mercados específicos, como, por exemplo, mercado imobiliário, mercado automobilístico, mercado de calçados e etc.), representam problemas situados em determinados setores econômicos, como, *verbi*

⁷⁸ Pertinente citar, CASSIDY, J. **Como os mercados quebram**: a lógica das catástrofes econômicas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011.

⁷⁹ “Quando algum acontecimento, geralmente negativo do ponto de vista econômico, se encadeia com outro, provocando efeito semelhante e assim sucessivamente, ‘até que todas as peças do jogo de dominó’ sejam derrubadas. Por exemplo, a falência de uma grande empresa pode provocar o mesmo efeito em várias outras empresas, acarretando daí uma crise geral.” (SANDRONI, 2004, p. 195).

⁸⁰ DATZ, Marcelo D. X. S. **Risco sistêmico e regulação bancária no Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002. p. 3-5.

gratia, quanto ao problema dos carros usados,⁸¹ o que foi originalmente observado por George Akerlof,⁸² seguido por inúmeros estudos constatando problemas nos mais variados mercados (*rectius*, segmentos econômicos ou mercados específicos), o que pode ser constatado pela vasta literatura existente, como, por exemplo, no que diz respeito ao mercado financeiro,⁸³ ao mercado de seguros (de saúde, de vida e de bens em geral).⁸⁴

Aliás, na hipótese das crises ou deficiências que aqui denominamos de setoriais, as quais acreditamos que sejam muito mais frequentes e rotineiras, muito embora possam não receber tanta atenção quanto às sistêmicas (até porque muitas vezes sequer identificadas), porquanto menos evidentes, é bastante provável que comprometam tanto ou mais o desempenho das economias afetadas,⁸⁵ sobremaneira no longo prazo, uma vez que mais do que propriamente significarem apenas rupturas bruscas e temporárias, que representam, muitas vezes, quebras de paradigmas superados, consistem em deficiências persistentes, falhas ou mesmo inadequações apresentadas pelos mercados e pelas as suas estruturas, comprometendo, permanentemente, o bom desempenho das suas funções, de modo a causar ineficiências econômicas e redução do bem-estar.⁸⁶

⁸¹ AKERLOF, G. The Market for “Lemons”: quality uncertainty and the market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

⁸² Em 2001, George Akerlof foi laureado com o Prêmio Nobel de Economia por sua obra.

⁸³ Sobre o problema da assimetria de informação no mercado financeiro, interessante é o trabalho de BEBCZUK, R. N. **Asymmetric information in financial markets: introduction and applications**. Cambridge: Cambridge University, 2003.

⁸⁴ No que tange ao mercado de seguros: FINKELSTEIN, A.; POTERBA, J. Adverse selection in insurance markets: policyholder evidence from the U.K. **Annuity Market**. Cambridge, 2000. [NBER Working Paper 8045]; bem como ROTHSCILD, M.; STIGLITZ, J. E. Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 90, n. 4, p. 629-649, nov. 1976. Disponível em: <<http://www.econ.yale.edu/~dirkb/teach/pdf/rothschild/1976%20equilibrium%20in%20competitive%20insurance.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

⁸⁵ Como nos casos dos mercados que apresentam grande demanda e oferta reprimida ou que sequer chegam a existir.

⁸⁶ Acirrada é a discussão quanto ao equilíbrio natural dos mercados, sendo diversas as correntes a esse respeito, bem como a heterogeneidade que as compõem. Citando algumas das premissas das principais escolas, de modo geral, para a teoria clássica, que possui Adam Smith como o seu precursor, o liberalismo econômico permitiria que o livre mercado conciliasse os interesses individuais por meio de ações maximizadoras tomadas por cada um dos indivíduos em um ambiente de competição, de modo a proporcionar bem-estar individual e social, principalmente no longo prazo, sendo que as ineficiências observadas seriam transitórias. Já a “teoria geral do emprego, juro e moeda baseia-se na crítica de Keynes à teoria neoclássica em que uma economia com salários e preços flexíveis tende automaticamente a gerar pleno emprego.” (RIMA, 1977.), sugerindo que a eficiência econômica não é necessária e automaticamente atingida pelos mercados, o que despertou o interesse para o estudo da intervenção e regulação estatal como forma de melhorar o desempenho e o crescimento econômico. Oportuno também citar a noção dos ciclos econômicos, concebida inicialmente por Schumpeter, os quais representariam flutuações da atividade econômica no longo prazo, alternando períodos de crescimento do produto (recuperação e prosperidade) e períodos de estagnação ou declínio (contração ou recessão). Diversos

Portanto, como é forçoso reconhecer, o sistema de mercado, isoladamente considerado, ou seja, como expressão pura das mais livres e irrestritas forças volitivas (autodeterminação, valendo-se do termo utilizado por Emilio Betti⁸⁷) dos agentes econômicos que o compõem, parece muitas vezes não ser capaz de alcançar a tão almejada eficiência econômica e o bem-estar social e, algumas vezes, mesmo individual, em que pese seja o sistema conhecido com maior aptidão para tanto.⁸⁸

Justamente, parece um tanto quanto ingênua a compreensão de que o sistema de mercado, sem a existência de quaisquer instrumentos de correção das deficiências ou falhas que por vezes lhe acometem, possa se revelar, em todos os casos, como um fiel promotor da eficiência econômica e do bem-estar individual e, sobretudo, social.

Ao invés, em muitos casos, o que efetivamente se constata, é o alcance de equilíbrios ineficientes⁸⁹, nos quais a almejada eficiência econômica resta comprometida pela existência de falhas que causam distorções que impedem que o sistema e o mecanismo de mercado atinjam os resultados economicamente mais eficientes, tanto em termos individuais quanto sociais, seja por prejudicar parcela daqueles que integram os mercados, como resultado de desequilíbrios informacionais e de poder de mercado muitas vezes verificados entre os agentes econômicos transacionantes (contratantes), seja por prejudicar o mercados ou mercados conjuntamente considerados, reduzindo-os e tornando os seus resultados menores, em razão da forma como estão estruturados, apresentando níveis de eficiência aquém do possível (pontos baixos de equilíbrio).

Entretanto, mandatório desde já ressaltar, a fim de que não parem quaisquer dúvidas nesse sentido, que o entendimento aqui adotado não é de desprezo, tampouco de crítica quanto ao sistema de mercado, ao contrário, reconhecendo-o como o meio

autores, como Kitchin (3 - 4 anos), Juglar (7 - 10 anos), Kuznets (15 – 20 anos) e Kondratiev (50 anos), discorrem quanto ao tempo de duração, à natureza e as causas dos ciclos econômicos. Para uma compreensão mais detalhada e abrangente, ver: HUNT, E. K. **História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005; PRIBRAM, K. **A history of economic reasoning**. Baltimore: Johns Hopkins University, 1983; e TAYLOR, O. H. **A history of economic thought**. New York: McGraw-Hill, 1960.

⁸⁷ BETTI, E. **Teoria general del negocio jurídico**. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1959. p. 43.

⁸⁸ Conforme salienta Friedrich Hayek: “[...] o principal mérito proposto por Adam Smith e seus contemporâneos é que se trata de um sistema em que os homens maus podem provocar menos danos. É um sistema social que não depende, para o seu funcionamento, nem da nossa capacidade de encontrar homens bons para o levar por diante nem de que todos os homens se tornem melhores do que são agora, mas que faz uso dos homens em toda a sua diversidade e com todas as suas reais complexidades, umas vezes bons, outras maus, umas vezes inteligentes, mais frequentemente estúpidos.” (HAYEK, 1948, tradução nossa).

⁸⁹ Aqui se insere a figura do contrato ineficiente, conforme denominado na literatura brasileira por Luciano Timm e João Francisco Menegol Guarisse. (TIMM; GUARISSE, 2012).

mais eficiente e eficaz de promoção de trocas e alocação de recursos já concebido, objetiva-se, ao reconhecer a existência de falhas, identificar as melhores formas para se combater tais deficiências (falhas de mercado) que lhes acometem, sendo que, no presente estudo, sobretudo no que diz respeito ao mercado de capitais.

4.2 AS FALHAS DE MERCADO

Dessa forma, imprescindível identificar e investigar os males que afligem o sistema de mercado e o mecanismo que lhe é peculiar, conforme marco teórico já devidamente desenvolvido pela Economia, contextualizando e aplicando-o, ainda, à hipótese do mercado de capitais, conforme será enfrentado, devidamente sistematizando a temática.

Como já salientado, o mecanismo de mercado inegavelmente apresenta falhas que muitas vezes comprometem o seu funcionamento, pelo que o simples ensejo da livre e irrestrita liberdade negocial e da autonomia privada podem não ser suficientes para permitir o alcance de eficiência econômica e bem-estar social e mesmo individual.

Foge, então, da própria autonomia privada a capacidade de dar o remédio que possa equacionar os desequilíbrios (congênicos) gerados pelas relações onde existam desequilíbrios entre as partes contratantes, que não se resumem ao poder de mercado, mas, em verdade, parecem até mesmo ser os desequilíbrios de ordem informacional os mais frequentes e nefastos.⁹⁰

Aliás, o contrato paritário, como uma representação de plena autonomia, composto de “[...] actos de autodeterminación, de autorregulación de lós interes próprios.”⁹¹, é visto, atualmente, como a exceção e não mais a regra, tendo de se admitir a concepção de que o contrato encontra-se enquadrado na categoria de negócio jurídico a qual “abrange todas as categorias de ato de autonomia, inclusive aquelas em que não se manifesta a liberdade fática de estabelecer cláusulas”,⁹² sendo que

⁹⁰ Para aprofundamento desta ideia, bem como compreensão dos seus pressupostos, ver: TRINDADE, M. G. N. **Direito Contratual como Redutor das Falhas de Mercado**. 2013. 211f. Dissertação de Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/77180/000895668.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 13 fev 2017.

⁹¹ BETTI, E. **Teoria general del negocio jurídico**. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1959. p. 43.

⁹² COUTO E SILVA, C. V. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 73.

alguns autores chegam a, quiçá em demasia, pretender enquadrá-los como fatos jurídicos.⁹³

E, precisamente, essa concepção que engloba, na mesma categoria, negócios jurídicos nos quais autonomia volitiva possui graduações tão distintas, que causa o desconforto de conceder, por exemplo, aos contratos por adesão, a mesma qualificação conferida aos contratos firmados pelo pleno acordo de vontades.

Mas não é só. Não são apenas os desequilíbrios entre as partes contratantes que podem prejudicar e comprometer as relações que se estabelecem nos mercados, mas também a forma como os próprios mercados se estruturam. Nesse sentido, a forma como os mercados organizam-se, diante de suas idiossincrasias e peculiaridades circunstanciais, pode facilitar ou mesmo prejudicar que os intercâmbios sejam realizados, bem como aumentar ou diminuir as vantagens obtidas com as transações, inclusive no que tange a terceiros não diretamente envolvidos nas relações que são realizadas nos âmbitos dos mercados.

E é exatamente aqui que a Ciência Econômica pode trazer grande contribuição, vez que já há muito identificou e aprofundou o estudo, de forma objetiva e pragmática, das denominadas falhas de mercado, as quais comprometem o funcionamento dos mercados e resultam nas ineficiências verificadas tanto nas relações que se realizam em seus âmbitos, como naquelas que deixam de se realizar,⁹⁴ causando também, por conseguinte, ineficiências econômicas e a perda de bem-estar social e mesmo individual.

Nesse sentido, economistas, especialmente aqueles dedicados ao estudo da Microeconomia, frequentemente se ocupam acerca da investigação das possíveis causas das falhas do mercado e das possíveis formas de correção. Tal análise desempenha um importantíssimo papel nas decisões sobre políticas públicas.⁹⁵ Aliás, a corrente majoritária (*mainstream*) neoclássica e keynesiana acredita ser possível

⁹³ Existem autores que pretendem considerar alguns tipos de contratações como espécies de fatos jurídicos (e não atos). Interessante obra sobre o tema, que discorre sobre a doutrina das relações de fato, é a de autoria de Juliana Pedreira da Silva (SILVA, 2011) intitulada: Contrato sem negócio jurídico: crítica das relações contratuais de fato.

⁹⁴ Nestes casos, as transações que potencialmente poderiam ocorrer não se concretizam, ou seja, trata-se de potência não utilizada.

⁹⁵ Inarredável salientar que as intervenções estatais (como, por exemplo, controle de preços e salários, concessão de subsídios, imposição de impostos e regulamentos), inclusive quando supostamente buscam corrigir falhas de mercado, também podem levar a alocações ineficientes de recursos, de modo a igualmente comprometer a eficiência econômica e o bem-estar social, o que é chamado de falhas de governo, pelo que se sustenta que para a tomada de tais medidas é preciso realizar-se uma escolha (*trade-off*) entre os resultados imperfeitos devidos às falhas do mercado ou às falhas de governo.

corrigir os resultados ineficientes dos mercados através da atuação dos governos, muito embora outras escolas do pensamento econômico discordem disso⁹⁶.

Nessa esteira, sabidamente a existência das falhas de mercado é com frequência utilizada como justificativa para a intervenção governamental, inclusive para supostamente legitimar incursões do Estado nos mercados e na esfera particular de modo geral. Interessante ponderar o que Giambiagi e Além prelecionam quando dizem que “[...] deixando de lado questões políticas e ideológicas, a existência do governo é necessária para guiar, corrigir e complementar o sistema de mercado que, sozinho, não é capaz de desempenhar todas as funções econômicas.”⁹⁷

Todavia, oportuno ressaltar que antes de o presente trabalho constituir-se na advocacia da intervenção nos domínios privados, em realidade, consubstancia-se na defesa do sistema de mercado, reconhecendo-o como meio de promoção de eficiência econômica e bem-estar⁹⁸, mas que, entretanto, não está imune a apresentar deficiências, pelo que o seu funcionamento pode ser aprimorado através de sua adequada normatização e regulação, a fim de se corrigir as denominadas falhas de mercado que, não raras vezes, fazem-se presentes, o que, aliás, entendemos ocorrer com intensidade no mercado de capitais.⁹⁹

Nesse sentido, Amartya Sen (2010. p. 188-189):

⁹⁶ Economistas da Escola de Chicago, como Milton Friedman, bem como da Escola da Escolha Pública (*Public Choice*), sustentam que os efeitos prejudiciais das medidas de intervenção do estado que buscam corrigir as falhas de mercado, chamadas falhas de governo, podem se revelar ainda mais nocivas. Entre outras considerações, alegam que as falhas de governo podem ser oriundas da cooptação da máquina estatal e do próprio processo democrático por grupos de interesses, denominados de *rent-seekers*, que buscam assim satisfazer os seus anseios, além da própria dificuldade de qualquer tomador de decisão em tentar prever todas as possíveis interações entre produtores e consumidores que ocorrem nos mercados. Para aprofundamento, ver: TULLOCK; SELDON; BRADY, 2005. Já os defensores mais extremados do capitalismo livre ou “*laissez-faire*”, como os economistas da escola austríaca, entre os quais Friedrich Hayek se encontra como expoente, sustentam que não existem os fenômenos denominados de falhas de mercado, somente sendo observadas ineficiências quando os meios escolhidos pelos indivíduos se mostram incompatíveis com seus objetivos almejados. Ademais, os economistas da escola austríaca argumentam que o mercado tende a eliminar suas ineficiências no processo de empreendedorismo, que é motivado pelo lucro, o que o governo, por seu turno, possui grandes dificuldades para conseguir detectar e mesmo corrigir. (CORDATO, 1980, p. 393-403).

⁹⁷ Os mesmos Autores, na mesma página, referem que: “Essa constatação é importante à medida que demonstra que a discussão sobre o tamanho adequado do Estado tem a ver mais com questões técnicas que ideológicas.”. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2000. p. 24).

⁹⁸ Frise-se que a reiterada menção à eficiência econômica e ao bem-estar não significa que estes sejam os únicos valores ou postulados a serem buscados ou promovidos pelos sistemas jurídicos e ordenamentos legais, mas representam critérios que abarcam grande parte dos valores almejados pelas sociedades livres e constituídas na forma de Estados Democráticos de Direito, sendo mais facilmente identificáveis, verificáveis e mesmo quantificáveis, diferentemente de conceitos mais vagos.

⁹⁹ Isto é, o mercado de capitais no Brasil se encontra em um ponto de equilíbrio ineficiente, pelo que não há razões para se esperar que venha a crescer e se desenvolver se não promovidas alterações em suas estruturas institucionais, por meio da legislação e especialmente, como aqui sustentado, por meio da regulação, de modo a criar incentivos adequados aos agentes econômicos.

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

Dessa forma, inicialmente, esclareça-se que falha de mercado é um conceito primordialmente oriundo da Microeconomia, especialmente da Teoria do Equilíbrio Geral e da Economia do Bem-Estar, o qual descreve as situações nas quais a alocação de bens e serviços pelo sistema de mercado não se revela economicamente eficiente, tampouco responsável por promover o bem-estar social e, inclusive, em alguns casos, até mesmo o bem-estar individual. Em outras palavras, as falhas de mercado podem ser vistas como situações nas quais a busca dos indivíduos pelo puro e exclusivo interesse individual pode levar a resultados ineficientes, até mesmo de forma a comprometer o funcionamento de todo o mecanismo de mercado.

Em decorrência das falhas de mercado, o sistema de mercado, por vezes, não consegue ensejar eficiência econômica e bem-estar social¹⁰⁰ e mesmo individual.¹⁰¹ Nesse sentido, registre-se que o mercado nem sempre é capaz de promover as trocas mutuamente vantajosas, uma vez que em determinadas circunstâncias, em que se apresentam algumas características particulares, conhecidas como falhas de mercado, o mecanismo de mercado, através do simples respeito a mais livre e irrestrita liberdade contratual, consagrando o princípio da autonomia privada, não é capaz de proporcionar a realização dos acordos de vontades possíveis e, frise-se, eficientes (e, por conseguinte, das trocas), porquanto tais características causam distorções nos

¹⁰⁰ O primeiro Teorema da Economia do Bem-Estar diz que o equilíbrio em mercados competitivos é eficiente no sentido de Pareto. Contudo, a suposição que lá é feita é que, além de os mercados serem competitivos, as partes são informacionalmente equilibradas, o que restringe e muito a possibilidade da sua aplicação. Ademais, não é devidamente considerada a limitação imposta aos mercados decorrente dos custos de transação, tampouco são sopesados os efeitos decorrentes das externalidades que emanam das relações contratuais estabelecidas no âmbito dos mercados.

¹⁰¹ Considerando que uma das partes pode ter a sua satisfação (ou utilidade) sobremodo prejudicada, sendo que, no longo prazo, ambos os contratantes podem perder, devido ao efeito agregado da redução dos excedentes econômicos.

incentivos irradiados e resultados percebidos pelos agentes econômicos que participam do mercado.

4.3 ASPECTOS CONCEITUAIS E UNICIDADE SEMÂNTICA

Portanto, esclareça-se que falhas de mercado, de modo geral, são situações em que o custo marginal social se revela maior que os benefícios marginais obtidos através das transações realizadas no mercados, isto é, as falhas de mercado comprometem o funcionamento do sistema de mercado e, mais especificamente, do mecanismo de mercado, fazendo com que o mesmo não consiga proporcionar a realização das trocas eficientes e possíveis, ou seja, não promove eficiência econômica; ou, então, ainda que as trocas aconteçam, uma das partes se beneficia às custas da outra, a qual é deliberadamente prejudicada, ainda que por desconhecimento de tais consequências.

Outrossim, oportuno consignar a seguinte definição de falhas de mercado:

Para fins de acordo semântico, o conceito proposto de falhas de mercado concerne àquelas situações, subjetivas e objetivas, nas quais a alocação de bens e serviços pelo sistema de mercado não se revela economicamente eficiente, tampouco capaz de promover o bem-estar socioambiental. Em outras palavras, as falhas de mercado são aqui entendidas como situações disfuncionais em que a busca exclusiva da maximização do interesse individual conduz a resultados insustentáveis. Ainda: as falhas de mercado são vistas como situações patológicas em que o custo marginal social se mostra maior que os benefícios marginais obtidos por intermédio de contratos (públicos e privados), impedindo que o mercado alcance benefícios líquidos (econômicos, sociais e ambientais), em suas transações. (FREITAS; TRINDADE; VOLWEISS, 2016, p. 137,138).

Vale registrar que o primeiro uso conhecido do termo se deu pelo economista Francis Bator, no ano de 1958, em seu artigo "*The Anatomy of Market Failure*",¹⁰² mas o conceito pode ser rastreado até o filósofo vitoriano Henry Sidgwick.¹⁰³

Otávio Yazbek (2009, p.34),¹⁰⁴ por sua vez, no seu já clássico *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, historia que a análise das falhas de mercado nasceu

¹⁰² BATOR, F. M. The Anatomy of Market Failure, **Quarterly Journal of Economics**, v. 72, n. 3, p. 351-379, 1958.

¹⁰³ MEDEMA, S. G. The Hesitant Hand: Mill, Sidgwick, and the Evolution of the Theory of Market Failure, *History of Political Economy*, **On Line Working Paper**, v. 39, n. 3, p. 331-358, 2007.

¹⁰⁴ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2009.

quando da publicação, em 1919, da obra “*Economics of welfare*”, de Pigou,¹⁰⁵ que busca evidenciar justamente que os mercados podem apresentar falhas e, portanto, revelarem-se ineficientes.

Em consonância com Sergio Guestrin, para que seja alcançada a máxima eficiência social possível, os custos sociais gerados no mercado devem ser equivalentes aos benefícios sociais, o que somente é possível se “o produto marginal social, proveniente de cada recurso produtivo, fosse igual em todos seus usos possíveis, e já não resultasse possível nenhuma realocação dos recursos que permitisse aumentar sua produtividade”.¹⁰⁶ Todavia, o mercado ou mercados nem sempre conseguem, sozinhos, assegurar a eficiente alocação desses recursos, em razão das falhas de mercado, as quais impedem o fornecimento de condições de simetria informacional e concorrencial, assim como o ensejo de estruturas de mercado não friccionais (custos de transação) e autocontidas (externalidades), o que acaba por determinar alocações ineficientes de recursos.

Nessa linha, Leonardo Vizeu Figueiredo, ressalta que as falhas de mercado são definidas como “toda a situação de anormalidade de efeito danoso, potencial ou efetivo, ao devido processo competitivo de determinado nicho de nossa economia, tendo resultados negativos para o bem-estar socioeconômico da população”.¹⁰⁷

Desse modo, oportuno mencionar, ainda que de forma sucinta e panorâmica, até mesmo porque cada uma delas será objeto de análise mais aprofundada em seções próprias, quais são e em que consistem as falhas de mercado em espécie.

Por conseguinte, inicialmente cabe salientar que quatro são as falhas de mercado que consideramos expressamente no presente estudo, as quais são, de modo geral, as mais frequentemente apontadas na literatura econômica. Desse modo, indicamos como principais falhas a assimetria informacional, os custos de transação, o poder de mercado e as externalidades, sendo oportuno registrar, outrossim, que as demais falhas de mercado tratadas na literatura constituem, em geral, desdobramentos, subespécies¹⁰⁸ ou mesmo consequências daquelas que aqui são consideradas, porém

¹⁰⁵ PIGOU, A. C. **The economics of welfare**. London: MacMillan, 1920. Disponível em: <<https://archive.org/details/economicsofwelfa00pigouoft>>. Acesso em: 18 fev 2017.

¹⁰⁶ GUESTRIN, S. G. **Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho**: de las fallas del mercado al sistema jurídico. Buenos Aires: Depalma, 2004. p. 331.

¹⁰⁷ FIGUEIREDO, L. V. Lições de direito econômico. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 128/131.

¹⁰⁸ Sergio Guestrin enumera exemplos de falhas do mercado, como mercados imperfeitamente competitivos; barreiras à entrada decorrentes de limitações de ordem legal; informação imperfeita; externalidades ou efeitos externos; custos de transação relevantes; bens públicos e instabilidade do mercado. (GUESTRIN, 2004. p. 33).

nada há a impedir a compreensão da existência de novas categorias, até mesmo se melhor servirem para explicar e analisar os fenômenos estudados.¹⁰⁹

Portanto, inicialmente, esclareça-se que a assimetria informacional consiste nos problemas que se verificam nas situações de interação nas quais uma das partes possui maior conhecimento ou quantidade de informações a respeito dos bens ou interesses que pretendam transacionar entre si ou mesmo a respeito das suas condutas ou qualidades, sendo impossível ou muito custoso para a contraparte proceder à verificação das efetivas características ou monitorar desempenhos, em outras palavras, são os desequilíbrios informacionais apresentados pelas partes contratantes,¹¹⁰ o que também pode fazer com que uma das partes se valha dessa circunstância para obter vantagens em detrimento da outra.¹¹¹

Vale dizer que as assimetrias informacionais não influem direta e propriamente sobre o poder de barganha que cada um dos contratantes apresenta, mas sim na percepção das vantagens e desvantagens das reais e efetivas consequências - mediatas ou imediatas - das transações (contratações), o que, por vezes, dizendo-se de forma bastante simplificada, faz com que um determinado contratante imagine estar contratando algo, mas que, na realidade, trata-se de coisa diversa.

Já os custos de transação, por sua vez, consistem nos custos que se incorre ao realizar-se trocas (transações/contratos) nos mercados, o que reduz os excedentes econômicos, ou seja, é o custo de se participar do mercado, o que, evidentemente, não se confunde com os gastos ou valores referentes aos bens em si transacionados.

Importante esclarecer que os custos de transação se classificam em subespécies, dentre as quais, estão inseridas as despesas referentes à monitoração e à implementação dos contratos, o que, por seu turno, abrange a necessidade de se assegurar o cumprimento ou a reparação dos contratos descumpridos. Dessa forma, inserem-se os custos referentes à necessidade da existência de instituições responsáveis por assegurar o cumprimento dos contratos e mesmo para deliberar-se

¹⁰⁹ Inclusive no que tange aos bens públicos.

¹¹⁰ Ressalte-se que não se restringe a atingir somente as partes efetivamente contratantes, uma vez que seus efeitos podem também recair sobre a demanda e a oferta potenciais existentes nos mercados e, assim, inclusive inibir a atividade econômica, comprometendo a eficiência econômica e o bem-estar social, o que igualmente se observa ocorrer, inclusive com maior nitidez, em relação aos problemas dos custos de transação e das externalidades.

¹¹¹ Nesse momento, serão apresentados os significados sucintos das espécies de falhas de mercado, a fim de compreender o conceito do gênero das falhas de mercado, sendo que, entretanto, posteriormente, serão, cada uma das suas espécies, devidamente analisadas e contextualizadas ao mercado de capitais.

acerca das consequências oriundas da verificação da impossibilidade de seus cumprimentos, como é o caso dos sistemas judiciais.¹¹²

Já o poder de mercado, por seu turno, consiste nos desequilíbrios de forças de mercado observadas entre as partes contratantes, o que pode ensejar que uma parte se sobreponha à outra, impondo os seus desígnios ou restringindo a liberdade de escolha da contraparte e, assim, permite a obtenção de vantagens por uma das partes às custas da outra. Dessa forma, o poder de mercado influi no poder de negociação (negocial) que cada uma das partes contratantes apresenta, mais precisamente sobre o poder de barganhar os termos e as condições da negociação e, ressalte-se, em relação a todos os aspectos negociais, o que não se limita apenas ao preço e à quantidade, mas atinge a própria delimitação do objeto do contrato e dos seus sujeitos, além da forma de pagamento e mesmo o modo do cumprimento contratual, ou seja, a totalidade ou quase das possíveis previsões e disposições contratuais.

Por fim, as externalidades (ou consequências sobre o exterior), de acordo com a definição estritamente econômica, são os efeitos positivos (benefícios) ou negativos (custos) impostos a terceiros, como decorrência da produção ou do consumo de bens ou serviços. Ou seja, trata-se da imposição involuntária de custos ou benefícios a terceiros, sendo que, imperioso salientar, mesmo as externalidades denominadas positivas (benefícios) podem causar efeitos deletérios, uma vez que tornam disfuncional o mecanismo de mercado.

Como se infere, de modo geral, o indivíduo ou indivíduos atingidos pelas externalidades positivas ou negativas resultantes da produção ou do consumo não estão diretamente envolvidos na respectiva oferta ou demanda dos bens ou serviços em questão. Desse modo, quando ocorre uma externalidade, o preço de mercado não sinaliza adequadamente o nível a ser produzido ou consumido do respectivo bem ou serviço.

Desse modo, é possível constatar que o tipo de conformação adotada pelos mercados pode ensejar a obtenção de equilíbrios eficientes, nos quais é incentivada a otimização da alocação dos recursos existentes, tendendo-se ao exaurimento das transações mutuamente vantajosas existentes. Todavia, de modo inverso, pode

¹¹² Ou, então, no caso do mercado de capitais, implica no desenho de mecanismos que assegurem o cumprimento mesmo involuntário do acordado (liquidação automática), afastando, assim, o risco de inadimplência e insolvência e, portanto, a exposição à riscos sistêmicos, como, por exemplo, ocorre com as exigências de chamadas de margem e depósitos diários, nos contratos futuros, realizados junto às bolsas de mercadorias e futuros, o que, desde já, faz-nos lembrar dos *smart contracts*.

também criar cenários de equilíbrios ineficientes, em que não haja tais estímulos, isto é, dificultado ou impossibilitando que essas potenciais transações mutuamente vantajosas se concretizem; ou, ainda que se realizem, façam com que agentes econômicos possam se beneficiar às custas de outros; tudo o que permite considerar, além da existência de equilíbrios eficientes, igualmente de equilíbrios ineficientes de mercado, a depender de como os mercados são estruturados e a intensidade em que as falhas de mercado comprometem o funcionamento do mecanismo que lhes é peculiar.

Por conseguinte, é possível que a eficiência dos mercados possa ser perseguida através do desenho ou arranjo ótimo das normas e instituições que a elas estão confiadas as funções de normatizar e regular.

Exatamente nesse sentido, pertinente é ponderar que o maior ou menor crescimento econômico não seja apenas consequência (ou mais fortemente afetada pelas) das características materiais apresentadas por um determinado país ou região,¹¹³ como tradicionalmente são consideradas as condições de produção (disponibilidade de recursos naturais, custos de matéria-prima e mão de obra), mas sim decorrência do cenário jurídico e institucional,¹¹⁴ que podem ou não estimular a realização do número ótimo de transações e, com isso, ensejar maior crescimento e eficiência econômica, tanto no sentido de Pareto como de Kaldor-Hicks, contribuindo inclusive para melhorias nos níveis de bem-estar social.

Assim sendo, os mercados isoladamente e enquanto instituições sociais parecem não possuir a capacidade de eliminar, sempre, as falhas de mercado. Todavia, pode, sim, o Direito, através de suas normas (incluídos, portanto, os fenômenos regulatórios), conformar os mercados de modo a se alcançar, tanto quanto possível, eficiência econômica e mesmo bem-estar, tanto em termos sociais quanto individuais.

Justamente nesse sentido, conforme sustentamos no presente trabalho, a conformação do mercado de capitais e do conceito de valor mobiliário e, portanto, a própria definição de mercados de capitais, devem se justificar a partir das falhas de mercado, uma vez que visam a eliminar as suas incidências ou mesmo mitigar a intensidade dos seus efeitos.

¹¹³ Para aprofundamento, sobre Economia Institucional, ver NORTH, D. **Transactions Costs, institutions and economic performance**. San Francisco: ICS, 1992.

¹¹⁴ TRINDADE, M. G. N.; BALBINOTTO NETO, G. Economia constitucional: efeitos das variáveis econômicas sobre o crescimento econômico, **Berkeley Program in Law and Economics**, 2008. Disponível em: <<http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/042308-1>>. Acesso em: 05 jan 2017.

Mais, reconhecemos que o enfrentamento das falhas de mercado no mercado de capitais deve se dar por meio da normatização proveniente, precipuamente, da regulação, inclusive de modo preferencial à legislação, sendo derivada, portanto, do agente regulador especializado, que, no caso do mercado de capitais, é a Comissão de Valores Mobiliários, especialmente tendo em conta o conhecimento técnico, bem como a celeridade necessária frente ao dinamismo exigido frente aos cada vez mais frequentes e rápidos avanços tecnológicos, que alteram a realidade fática e a forma de incidência das falhas de mercado, inclusive justificando abordagens diferentes a depender do segmento envolvido, considerando-se, basicamente, as estruturas de mercado, os tipo de agentes econômicos e os tipos de ativos envolvidos.

Outrossim, no âmbito do mercado de capitais, entendemos que a regulação deve ser voltada sobretudo e quiçá exclusivamente para o combate das falhas de mercado, porquanto o objeto de regulação, no caso, é o próprio funcionamento do sistema de mercado, e não um setor específico da economia;¹¹⁵ diferentemente da franca maioria dos objetos de regulação dos demais órgãos reguladores, que se voltam a um determinado setor da economia e, dessa forma, visam à regular diversos aspectos dos mercados em questão, inclusive as eventuais falhas de mercado incidentes.

Nesse sentido, veremos, a seguir, as falhas de mercado em espécie, inclusive contextualizando-as ao mercado de capitais, para então, compreendidas tais realidades, que constituem a matéria-prima e objeto de sua regulação, apresentar proposta de regulação do mercado de capitais consentânea à realidade atual, caracterizada pelos avanços tecnológicos e pelo dinamismo, o que entendemos ser capaz de proporcionar maior eficiência econômica e, assim, o atingimento de pontos de equilíbrios otimizados.

¹¹⁵ Compreende-se, portanto, que os aspectos regulatórios que extrapolam as falhas de mercado, atinentes a questões diversas, devem ser enfrentadas pela regulação própria do respectivo setor da economia.

5 FALHAS DE MERCADO EM ESPÉCIE

No presente capítulo e nos próximos três, veremos as falhas de mercado em espécie, contextualizando-as, tanto quanto possível, ao mercado de capitais. De notar, desde já, que algumas espécies de falhas de mercado parecem ter incidência muito maior no mercado de capitais, como é o caso dos problemas derivados da assimetria informacional, assim como dos custos de transação.

Outras já parecem não incidir com tanta frequência, muito embora os seus efeitos podem ser também, caso ocorram, deveras nefastos, como as externalidades e as distorções decorrentes do poder de mercado quando exercido disfuncionalmente.

Passamos, agora, a enfrentar o problema da informação assimétrica, que consideramos, entre todas as falhas de mercado, a mais incidente e impactante no mercado de capitais.

5.1 A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Admitindo-se que as liberdades individuais sejam direitos inafastáveis, como de fato vem ocorrendo de forma crescente e gradual no curso da história da humanidade, supõe-se que seja através da negociação privada, por meio de acordos voluntários,¹¹⁶ que os indivíduos possam, em regra,¹¹⁷ maximizar as suas utilidades (satisfações), na busca de níveis mais elevados de eficiência e bem-estar, o que, aliás, poderia sugerir ser a intervenção estatal nociva.

Entretanto, certo é que nem sempre as soluções de livre mercado, obtidas em circunstâncias onde não haja nenhuma ou pouquíssima intervenção ou regulação estatal, sejam estritamente eficientes, tanto do ponto de vista individual quanto agregado (social).

Como antes já referido, isso ocorre porque nem sempre o sistema de mercado, sozinho, é capaz de produzir, pelo menos em todos os casos, as soluções mais

¹¹⁶ Para maior aprofundamento, ver: (TAYLOR, 1960); (HUNT, 2005); e OSER, J; BLANCHFIELD, W. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Atlas, 1983.

¹¹⁷ Tal observação se justifica porquanto ainda que se trate de tema deveras polêmico, é possível que seja atingida eficiência produtiva, ainda que de forma temporária, em cenários onde não haja garantia de liberdade econômica, como observamos ocorrer atualmente na China.

eficientes, tendo em conta precipuamente a existência das falhas de mercado,¹¹⁸ dentre as quais se encontra a assimetria informacional, que mais recentemente fora identificada e vem ganhando deveras relevo nos meios acadêmicos, especialmente nos Estados Unidos da América e na Europa.

Nesse sentido, imperioso salientar que os efeitos deletérios da assimetria informacional¹¹⁹ podem atingir a quase totalidade dos fenômenos sociais, o que não é diferente do ponto de vista jurídico, tendo em conta serem encontrados em todos os temas tratados pelo Direito, sendo importante reiterar que é, sem sombra de dúvidas, a espécie de falha de mercado mais incidente no mercado de capitais, bem como a temática de maior destaque na doutrina e na legislação a esse respeito, muito embora possa não estar ainda identificada por esse termo e mesmo devidamente sistematizada e compreendidos os seus limites.

De qualquer forma, a assimetria informacional explica grande parte dos arranjos institucionais que se observam atualmente nas mais diferentes sociedades, tanto no que diz respeito à infraestrutura legal quanto à organização estatal e política, nos moldes sustentados por Douglas North, “*the rules of the game in a society or, more formally, (...) the humanly devised constraints that shape human interaction*”,¹²⁰ e ¹²¹, podendo influenciar, inclusive, os níveis de desenvolvimento atingidos pelas diferentes nações.

Registre-se que o problema da informação assimétrica foi primeiramente identificado, de forma clara e estruturada, a partir do seminal artigo de George Akerlof, “*The Market for Lemons:¹²² Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”,¹²³ onde foi constatado que a impossibilidade de se observar, por parte

¹¹⁸ Para uma análise das demais das falhas de mercado, ver: (VARIAN, 2006. [Cap. 24, 25, 26, 27, 34 e 36]); bem como (PINDYCK; RUBINFELD, 2006 [parte IV]).

¹¹⁹ Mais adiante será explicitada a circunstância de que não é a pura e simples diferença no nível de conhecimento e informações que resulta no problema denominado pela expressão assimetria informacional ou informação assimétrica e, portanto, responsável pelas distorções nos sistemas de mercado e mesmo nas interações involuntárias. Todavia, quando se utilizam as expressões assimetria informacional ou informação assimétrica está a se referir aos aspectos patológicos e nocivos decorrentes dos desequilíbrios informacionais existentes entre as partes contratantes, conforme consagrado pela literatura de *Law and Economics*, a qual está em grande parte aqui citada.

¹²⁰ (NORTH, 1990, p. 3). Para aprofundamento, ver também: NORTH, D. C. **Transactions Costs, Institutions and Economic Performance**. San Francisco: ICS Press, 1992.

¹²¹ Em complemento ao raciocínio, conforme Érica Gorga (2013. P. 14): “[...] as instituições abrangem tanto as regras formais, como o direito, quanto informais, como os costumes, convenções, regras de etiqueta e etc.”.

¹²² Nos EUA, *Lemon* corresponde a uma gíria que designa carros de baixa qualidade, correspondente no Brasil à conotação de “abacaxi”.

¹²³ (AKERLOF, 1970).

dos compradores, a efetiva qualidade dos automóveis usados, fazia com que tais bens fossem avaliados pela qualidade média dos veículos existentes no mercado de carros usados, isto é, pelo preço médio daqueles automóveis colocados à venda, existindo entre eles, todavia, tanto automóveis em boas como em más condições,¹²⁴ o que, por fim, restava por expulsar os automóveis de melhor qualidade, em face do desinteresse ocasionado aos seus respectivos proprietários, que não possuíam incentivos em vender seus veículos por preço inferiores aos quais efetivamente os avaliavam.¹²⁵

Dessa forma, em face da assimetria informacional existente entre potenciais compradores e vendedores, considerando que somente estes conheciam a qualidade efetiva de seus veículos, sendo impossível ou demasiadamente custoso para os potenciais compradores identificar a qualidade efetiva dos bens, resultava na impossibilidade da diferenciação entre os carros de boa e má qualidade, implicando em ineficiências no mercado de veículos usados, observando-se, portanto, um número reduzido de automóveis disponíveis no mercado de carros usados e, dessa forma, um menor número de transações, isto é, aquém do possível caso existisse cenário informacional completo e equânime, circunstância a qual não interessava aos vendedores e tampouco aos compradores; em outras palavras, restava por gerar ineficiências¹²⁶ e o comprometimento do bem-estar social.¹²⁷ Aliás, na margem,¹²⁸ tais mercados poderiam, inclusive, curvarem-se ao colapso.

Porém, há que se ressaltar que o problema da assimetria informacional vai muito além do mercado de carros usados, o que pode ser constatado pela vasta literatura existente a respeito do tema, como, por exemplo, no que diz respeito ao Mercado de Seguros (de Saúde, de Vida e bens em geral),¹²⁹ ao Mercado de

¹²⁴ Ou, de qualquer forma, bens com diferentes níveis de qualidade, como sói acontecer.

¹²⁵ Para uma demonstração matemática deste problema, ver a primeira parte do livro de MOLHO, I. **The Economics of Information: lying and cheating in markets and organizations**. Malden: Blackwell, 1997.

¹²⁶ Conforme muito bem pontuam Sztajn, Zylbersztajn e Azevedo (2005, p. 102,136): “Em síntese, a informação assimétrica resulta na não efetivação de relações econômicas socialmente desejáveis (seleção adversa) ou em práticas indesejáveis, em desacordo com os termos negociados pelas partes (risco moral). Em outras palavras, contratar é uma atividade custosa e, portanto, o modo de se proceder a contratação é relevante para atenuar esses custos, com efeitos diretos sobre o desempenho econômico.”

¹²⁷ Compreende-se aqui o surgimento de pontos de equilíbrio ineficientes, ou seja, situações estáveis, exceto haja a adoção de alguma medida externa ao mercado, isto é, não exclusivamente ao cargo das interações voluntárias e nem sempre cooperativas que ocorrem entre oferta e demanda, ainda que sejam de iniciativa dos próprios agentes econômicos (comportamento cooperativo, o que nos faz desde já lembrar nas hipóteses de autorregulação). Justamente, é o como entendemos se encontrar o mercado de capitais no Brasil, ou seja, em um ponto de equilíbrio subótimo.

¹²⁸ Entendendo-se como casos extremados.

¹²⁹ No que tange ao mercado de seguros: (FINKELSTEIN; POTERBA, 2000); e (ROTHSCHILD; STIGLITZ, 1976).

Trabalho,¹³⁰ às Organizações Corporativas¹³¹ e, ao que aqui nos interessa sobretudo, ao Mercado Financeiro,¹³² e mesmo à totalidade ou quase dos temas tratados pelo Direito.

Entretanto, no Brasil, os problemas decorrentes da assimetria informacional não vinham recebendo a devida atenção pelo meio jurídico, situação a qual, felizmente, vem se modificando, até mesmo em razão da necessidade de se enfrentar com maior eficiência os graves danos que daí emergem, os quais cada vez mais se observam ocorrer, especialmente por força do contínuo e progressivo fenômeno da especialização, o que, por sua vez, gera desequilíbrios informacionais e interdependência.

Portanto, diga-se que a assimetria informacional ou informação assimétrica pode ser conceituada como os problemas que ocorrem em situações de interação nas quais uma das partes possui maior quantidade de informações a respeito dos bens ou interesses que pretendam transacionar entre si ou a respeito das condutas (comportamentos) que cada uma efetivamente irá apresentar, sendo impossível ou muito custoso verificar a efetiva qualidade dos bens ou interesses pertencentes à outra parte, ou mesmo monitorar o seu desempenho, permitindo que uma das partes possa se valer desta circunstância para obter, inadvertidamente, vantagens às custas da outra.

Obviamente que dessa sucinta conceituação decorrem diversos subconceitos e espécies que derivam desta mesma origem, isto é, da informação assimétrica. Nessa esteira, há que ainda se registrar o conceito de informação privada, que são os dados ou o conhecimento que apenas uma das partes detém. Tal ou tais informações podem assumir este caráter por diversas razões, como, por exemplo, em decorrência de conhecimentos técnicos, profissionais, experiências pessoais, características naturais e, mesmo, por força do mero acaso, entre outras fontes.

Assim sendo, compreende-se a informação assimétrica como sendo gênero, do qual se ramificam duas espécies principais, a saber: a) Seleção Adversa e b) Risco Moral (*Moral Hazard*). Ademais, mais especificamente no campo do direito contratual, entende-se que a Seleção Adversa ocorre na fase pré-contratual, tratando-

¹³⁰ Referentemente ao Mercado de Trabalho, ver: SPENCE, M. Job Market Signaling, **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-437, 1973, assim como LIPPMAN, S. A.; McCALL, J. J. The Economics of Job Search: a survey, **Economic Inquiry**, v. 14, p. 155-189, 1976.

¹³¹ Quanto ao Mercado corporativo, pertinente é o trabalho de CAI, J.; QIAN, Y.; LIU, Y.; MIAOMIAO, Y. Information Asymmetry and Corporate Governance, **Drexel College of Business Research Paper**, n. 2008-2, 30 jun. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1082589>>. Acesso em: 10 nov 2012.

¹³² (BEBCZUK, 2003).

se de problemas de informação oculta (*Hidden Information*), sendo que o Risco Moral surge na fase do cumprimento contratual, sendo referente a problemas de ação oculta (*Hidden Action*).¹³³

A seguir, ver-se-á cada uma destas espécies com maior detalhamento.

5.1.1 Seleção Adversa

Seleção Adversa, por sua vez, é o problema decorrente da circunstância de uma das partes possuir maior conhecimento (maior quantidade de informações) sobre as características dos bens ou interesses que pretendam transacionar entre si, ou mesmo a respeito de seus próprios atributos, sendo muito custoso ou mesmo impossível para a contraparte verificar ou se certificar a respeito de tais informações. Dessa forma, torna-se inviável a diferenciação da qualidade dos bens ou do desempenho (*performance*) dos indivíduos envolvidos nessas relações de interação.

Diversas são as suas implicações. Primeiramente, como já visto, nos mercados de consumo, conforme constatado por Akerlof (1970), a impossibilidade (ou mesmo dificuldade) de se diferenciar os produtos de boa e má qualidade restava por fazer com que bens que apresentassem diferentes níveis de qualidade fossem vendidos pelo mesmo preço (ou semelhante), ou seja, pelo preço médio de todos os bens disponíveis, o que resultava na tendência de expulsão dos bens de melhor qualidade do mercado.

Ademais, tomando-se como exemplo o mercado de veículos¹³⁴ usados e considerando que o preço médio dos veículos corresponde à média ponderada¹³⁵ do preço de todos os veículos disponíveis no mercado, bem como considerando que os

¹³³ Consigna o presente autor que esta classificação é apropriada para descrever a maioria dos casos, porém não a totalidade, vez que é possível verificar a ocorrência dessas hipóteses de forma sobreposta ou mesmo inversa.

¹³⁴ A escolha do exemplo se dá tanto em razão do trabalho original de Akerlof (1970), bem como por se entender ser ideal do ponto de vista didático para esclarecer o funcionamento deste mecanismo de incentivos pernicioso que é formado a partir da informação assimétrica, denominado especialmente de Seleção Adversa. Aliás, vale salientar que esse recurso será necessário outras vezes, sendo que, contudo, o problema da assimetria informacional será devidamente contextualizado ao mercado de capitais oportunamente, inclusive identificando-se diversos exemplos específicos aplicados ao mercado de capitais.

¹³⁵ A média ponderada, que é um dos métodos de cálculo das medidas centrais, consiste no quociente da soma dos produtos dos números pela soma dos respectivos pesos de cada um desses números. Portanto, a média ponderada dos números reais positivos $x_1 \dots x_n$ é definida de acordo com a seguinte equação:

$$\frac{\sum_{i=1}^n w_i x_i}{\sum_{i=1}^n w_i} = \frac{w_1 x_1 + w_2 x_2 + \dots + w_n x_n}{w_1 + w_2 + \dots + w_n}$$

proprietários de veículos de boa qualidade restam prejudicados pela circunstância de seus bens serem precificados, pelo mercado,¹³⁶ da mesma forma do que os bens de baixa qualidade, dada a impossibilidade de diferenciação, há, como dito, desincentivo para a disponibilização (oferta) dos bens de alta qualidade, o que implica na tendência das suas retiradas, pelo menos em parte, do mercado, efeito este que se reforça e se agrava. Pelo mesmo efeito, mas de forma inversa, há incentivo para que os proprietários de baixa qualidade disponibilizem seus veículos para venda.

Ou seja, verifica-se, de modo espiral e decrescente, uma queda ainda mais acentuada na qualidade média dos veículos disponíveis, o que, novamente, faz com que os proprietários de veículos de qualidade mais elevada, ainda que não tão boa quanto os melhores (ou os que anteriormente haviam sido incentivados a deixar o mercado), também sejam desestimulados a vender os seus veículos, da mesma forma que os proprietários de qualidade mais baixa sejam incentivados a vender, ou seja, tal efeito se agrava e faz com que seja criada a tendência de o mercado vir a ser tomado pelos produtos de pior qualidade, expulsando os melhores. Daí o porquê da expressão Seleção Adversa, que se justifica porquanto a assimetria informacional resulta em selecionar, negativamente, os bens de pior qualidade, resultando na tendência de que os bens de menor qualidade venham a tomar conta do mercado.

Situação similar pode ser observada no mercado de seguros. Ponderando a impossibilidade das empresas seguradoras conseguirem (por força de impossibilidades fáticas) ou mesmo poderem (devido a limitações de ordem legal) diferenciar os riscos que os seus contratantes efetivamente apresentam, faz com que os preços (prêmios) cobrados de todos sejam iguais ou muito semelhantes, independentemente do risco efetivo apresentado por cada um dos segurados. Isso ocorre vez que não sendo possível esta discriminação, as empresas seguradoras irão cobrar o prêmio correspondente ao perfil médio de risco apresentado pelos segurados (média ponderada de todos os segurados), transferindo, assim, pelo menos em parte, aos contratantes que apresentam o menor risco, a responsabilidade do pagamento do prêmio dos segurados que apresentam o maior risco.

Assim sendo, a impossibilidade de diferenciar os segurados, que é decorrente da assimetria informacional existente no mercado de seguros, faz com que os

¹³⁶ Como já visto, o mercado enquanto representação dos potenciais compradores e vendedores e suas efetivas e potenciais interações.

contratantes que apresentam perfil menos arriscado arquem (internalizem)¹³⁷ parte do prêmio relativo ao risco apresentado pelos segurados de perfil mais arriscado, sendo que estes, por sua vez, de modo inverso, beneficiam-se, porquanto externalizam¹³⁸ parte do pagamento dos prêmios referentes aos seus riscos.

Tal circunstância resta por desestimular os segurados com perfil de menor risco a contratarem seguros, ao contrário dos perfis mais arriscados, que restam incentivados a contratar, o que implica, mais uma vez, na redução da qualidade média do perfil de risco observado. Ou seja, a seleção adversa implica na seleção dos perfis de maior risco para a composição dos portfólios (carteira de contratos) das seguradoras, com a consequente elevação de preços e maior desestímulo aos segurados de melhor perfil (menor risco) a contratarem seguros.

Ademais, conforme também sustentado no âmbito da Teoria da Informação Assimétrica, a Seleção Adversa trata dos problemas oriundos de informação oculta (*Hidden Information*), já que uma das partes possui maior quantidade de informações sobre as características de um determinado bem ou mesmo sobre si, o que faz com que a mesma possa se aproveitar dessa assimetria para obter vantagens em detrimento da contraparte. Por conseguinte, percebe-se que a parte mais informada pode apresentar comportamento oportunista, com vistas a obter proveitos em razão da ignorância da outra, o que pode ocorrer, por exemplo, na hipótese do contratante de seguro que omite, intencionalmente, a sua precária condição de saúde ou, então, o que se verá a seguir (porquanto situação pertencente à espécie denominada Risco Moral), quando o contratante de seguro, como na hipótese de seguro de veículos, altera seu comportamento após a contratação, apresentando menor aversão ao risco, ou seja, age de forma mais arriscada, porquanto sabe que não mais suportará os danos que porventura seu bem vier a sofrer, vez que os eventuais prejuízos serão externalizados (no caso, à seguradora).¹³⁹

¹³⁷ Internalizar pode ser entendido como a situação na qual um indivíduo ou agente econômico é obrigado a suportar os prejuízos (ou mesmo os benefícios, o que não é a hipótese do caso em análise) decorrentes de uma externalidade verificada no mercado, ou seja, no caso acima, quando os segurados de perfil menos arriscado são responsabilizados pelo pagamento do prêmio que, em realidade, caberia ao grupo de segurados com perfil mais arriscado, pelo que é dito que eles internalizam ônus que pertenceria a outrem.

¹³⁸ Externalizar seria a situação inversa, quando um indivíduo ou agente econômico transfere a outrem os ônus (ou até mesmo bônus) que inicialmente lhe tocariam.

¹³⁹ Justamente para debelar tal problema é que as seguradoras fazem com que pelo menos parte do risco e, consequentemente, dos eventuais danos, seja suportado pelo efetivo segurado, como, por exemplo, através da imposição de valores de franquia, de modo a que o segurado seja estimulado a apresentar comportamentos não tão arriscados ou displicentes (comportamento com menor aversão ao risco).

5.1.2 Risco Moral

O Risco Moral (*Moral Hazard*) decorre da dificuldade ou mesmo da impossibilidade de uma das partes verificar ou mesmo monitorar o comportamento (conduta) da outra depois de realizada a contratação, isto é, durante a fase de cumprimento contratual. Dessa forma, considerando a inviabilidade de verificação do comportamento ou mesmo do elevado custo para monitorar as ações da contraparte, principalmente em relações nas quais existe conflito de interesses, ainda que potenciais, pode resultar que a parte insuscetível de verificação ou monitoramento venha a agir de modo contrário aos interesses (objetivos) da outra, com vistas ao seu próprio benefício.

Pertinente é colacionar a síntese de Pindyck e Rubinfeld, que bem definem o Risco Moral como sendo “*Quando uma parte apresenta ações que não são observadas e que podem afetar a probabilidade ou a magnitude de um pagamento associado a um evento.*”¹⁴⁰

Portanto, como é possível inferir, o Risco Moral, diferentemente da Seleção Adversa, que diz respeito às características dos bens ou dos interesses envolvidos, refere-se às ações ou ao comportamento da contraparte, os quais não são observáveis e, em sendo assim, podem comprometer tanto o alcance dos objetivos da parte dependente, quanto à magnitude dos seus resultados, de modo a prejudicá-la.

Assim sendo, o Risco Moral está sobremaneira presente nas situações em que uma parte contrata outra para que esta desempenhe uma determinada atividade em seu benefício, sendo que os resultados dependem, total ou parcialmente, das ações e do grau de dedicação desempenhado pelo contratado. Desse modo, aquele que contrata é denominado de Principal, sendo que o contratado é denominado de Agente, daí advindo a terminologia adotada por esta Teoria quando se refere especificamente a esse tipo de relação, onde uma das partes age em nome e interesse da outra, chamada de Teoria do Agente-Principal ou Teoria da Agência.¹⁴¹

Outrossim, como é possível deduzir, tais pressupostos são perfeitamente aplicáveis às hipóteses nas quais uma parte, detentora de conhecimento técnico e

¹⁴⁰ (PINDYCK; RUBINFELD, 2006, p. 539).

¹⁴¹ Já aqui possível perceber à subsunção da hipótese aos casos, por exemplo, de corretoras de valores e seus clientes, agentes autônomos de investimentos e seus contratantes, administradores de carteira de valores mobiliários e os proprietários dos recursos geridos, assim como uma infindável gama de possibilidades, dentre as quais muitas veremos adiante.

profissional sobre determinada atividade, é contratada para desempenhar ações que requeiram tal conhecimento, com o intuito de atingir os interesses almejados pelo contratante, sendo que tais ações, justamente por serem especializadas, tornam-se inverificáveis pela parte leiga (contratante). É o caso, por exemplo, das relações que se estabelecem entre clientes e seus respectivos advogados, pacientes e médicos, acionistas e administradores, investidores e gestores, além de uma quase infinidade de situações.

Ainda, é importante registrar que não é só o conhecimento técnico que faz surgir esta espécie de relação. Também se verifica ocorrer tais problemas na contratação de trabalhadores desprovidos de maiores qualificações técnicas, vez que o resultado obtido pelo contratante depende, fundamentalmente, do grau de empenho e zelo disponibilizado pelo contratado no desenvolvimento de suas tarefas, ainda que estas sejam simples, haja vista que, em muitos casos, em razão de ser muito custoso, pode revelar-se inviável a monitoração dos seus comportamentos.

Imperioso registrar que o Risco Moral trata dos problemas de Ação Oculta (*Hidden Action*), porquanto uma das partes não observa as ações praticadas pela outra, o que permite e pode mesmo incentivar o surgimento de comportamentos oportunistas, uma vez que a parte não monitorada pode lançar mão de ações que visem ao seu exclusivo benefício, em detrimento da parte contratante.

5.1.3 O Problema da Assimetria Informacional no Mercado de Capitais

Efetivamente, a assimetria informacional pode gerar diversos consectários nocivos, comprometendo o funcionamento dos mercados e, entre eles, o de capitais, impedindo a promoção de eficiência econômica. Aliás, como já dito neste trabalho, dentre todas as falhas de mercado, o problema da informação assimétrica parece-nos o mais presente no mercado de capitais, sendo também o qual a legislação e a doutrina mais se ocupam, muito embora possam não utilizar essa expressão já consagrada e sistematizada pela Análise Econômica do Direito. Nesse sentido, Otávio Yazbek (2009, p. 38, 39) bem leciona:

[...] a informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade. Assim, a

obtenção das informações necessárias para atuar envolve determinados custos de transação, que oneram os agentes. [...] nos mercados concretos surgem situações diversas de assimetria informacional, em que tais agentes dispõem de dados distintos, tanto sob o aspecto quantitativo, quanto sob o aspecto qualitativo. Além disso, eles podem dispor, também, de fontes que lhes permitam o acesso privilegiado a informações. A consideração de tais assimetrias apresentaria uma relevância muito limitada, porém, se permanecesse limitada à criação dos mercados para informações. A sua existência pode, na verdade, trazer uma série de possíveis distorções aos mercados, não apenas por sabotar, de pronto, a presunção de plena informação que serve de pano de fundo para a análise do equilíbrio, mas também pela sua capacidade de gerar outros efeitos, mais concretos.

Assim sendo, o Direito pode atuar de diversas formas no combate à informação assimétrica, tanto no que diz respeito à seleção adversa, quanto no que se refere ao risco moral. Outrossim, pode o Direito tanto atuar diretamente sobre a assimetria informacional, ou seja, obrigando ou incentivando a revelação das informações privadas, quanto também sobre as condutas dos agentes detentores dessas informações, de modo a evitar que pelos mesmos sejam apresentados comportamentos oportunistas.

Ademais, o combate da informação assimétrica tanto pode se dar por meio da elaboração de normas que diretamente obriguem ou incentivem a revelação das informações necessárias e mesmo impeçam a prática de comportamentos oportunistas, bem como por meio da configuração de arranjos institucionais que induzam à revelação das informações relevantes, em ambos os casos com o objetivo de reduzir os problemas da assimetria informacional.

Nesse ponto, interessante salientar que Robert Cooter e Thomas Ullen sustentam que o direito contratual, por exemplo, pode auxiliar as partes a lidar com informações assimétricas criando regras de formação e execução dos contratos que orientem as partes sobre quais informações elas possuem a obrigação de divulgar e quais informações podem manter sigilosas. Desta forma, defendem que uma das finalidades do direito contratual é justamente incentivar a revelação eficiente de informações dentro das relações contratuais.¹⁴²

Da mesma forma, no caso dos contratos realizados em ambientes regulados e até mesmo altamente regulados, como, por exemplo, aqueles que são estabelecidos no âmbito do mercado de capitais, a regulação deve se atentar para auxiliar no desenho de contratos que justamente objetivem corrigir tais falhas, isto é, estimulando a

¹⁴² (COOTER; ULEN, 2010, p. 213).

revelação eficiente de informações, assim como o comportamento cooperativo (não oportunista), como, por exemplo, por meio da fixação de critérios de remuneração que levem em consideração os resultados obtidos (*performance*), e não simplesmente a realização de operações (o que pode levar a conflito de interesses), justamente os casos de agentes autônomos de investimentos e corretoras de valores mobiliários, que restam por desenvolver, efetivamente e acentuadas vezes, a prática de *churning*, que retomaremos adiante, quando tratarmos das relações de Agente-Principal.¹⁴³

Ainda, Cooter e Ullen¹⁴⁴ sustentam que os contratos baseados no conhecimento de informações produtivas por uma parte - especialmente se esse conhecimento resultou de um investimento ativo - devem ser estimulados, ao passo que contratos baseados no conhecimento de informações puramente redistributivas ou informações adquiridas fortuitamente por uma das partes não deveriam ser. Essa providência faria com que fosse recompensado o investimento dedicado à descoberta de informações produtivas, bem como desestimularia “[...] o investimento na descoberta de informações redistributivas.”.

Nessa linha, importante distinguir os ganhos de eficiência econômica que podem ser eventualmente obtidos por meio da gestão de recursos realizada por um competente administrador de carteira de valores mobiliários, que justifica a sua atividade justamente em razão do maior conhecimento, obtido através da qualificação e experiência no exercício desta função, aliás, atividade esta devidamente regulamentada, conforme Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015 (CVM, 2015); diversamente do que ocorre, por exemplo, quando os ganhos derivam da obtenção de informação privilegiada (*insider trading*), o que é expressamente vedado.

Portanto, há que se fazer importante ressalva. Não é qualquer desequilíbrio informacional que deve ser considerado nocivo ou patológico¹⁴⁵, devendo, portanto, ser combatido.¹⁴⁶ Dessarte, imperioso compreender que a informação privada oriunda de investimentos pela parte que a detêm se constitui em ativo valorável e mesmo desejável, consubstanciando-se em objeto de interesse e de transação entre agentes

¹⁴³ Exatamente o que ocorre, por exemplo, nos casos de prática de *churning*, onde o operador realiza número excessivo de operações em nome do seu cliente, apenas visando ao benefício próprio, ao amealhar o maior montante possível de corretagem. Nesse sentido, excelente texto de Menke, Fonseca e Rutzen (2014, p. 211-236).

¹⁴⁴ (COOTER; ULEN, 2010, p. 296).

¹⁴⁵ Esclareça-se que, usualmente, a doutrina convencionou denominar os desequilíbrios informacionais nocivos e patológicos pela expressão informação assimétrica ou assimetria informacional, conforme trabalhos aqui citados.

¹⁴⁶ Também compartilha deste entendimento Rodrigues (2007, p. 132-133).

econômicos, permitindo a obtenção de maior eficiência no contexto negocial. Como exemplo, podem-se citar os esforços em estudo e investigação a respeito do desenvolvimento de técnicas mais modernas de produção, ou mesmo conhecimentos em *Know-How*, os quais, inclusive, encontram-se devidamente protegidos pelas normas do direito da propriedade intelectual. De modo geral, constituem os investimentos em pesquisa e desenvolvimento (*P&D*).

Igualmente pode citar-se esforços em pesquisa e análise de mercados, a fim de se prospectarem oportunidades de investimentos que apresentem os melhores retornos esperados, nos quais são analisadas, com profundidade, as empresas envolvidas, suas características, as suas demonstrações contábeis, a estrutura de governança e de capital, a conjuntura macro e microeconômica envolvida, o risco sistêmico e segmentado, além de diversos outros dados e fatores de considerável complexidade, como ocorre, justamente, na já citada atividade de administração de carteira de valores mobiliários, regulamentada pela Instrução 558¹⁴⁷, de 26 de março de 2015, da Comissão de Valores Mobiliários. (CVM, 2015).

Assim, importante reiterar que quando se refere à informação assimétrica não se está a tratar das informações privadas que justificam a valoração de ativos e mesmo a realização de transações, inclusive constituindo-se objetos de contratos (v.g., contratos de transferência de *know-how*, *market research*, entre inúmeros outros), mas sim daquelas situações em que o desequilíbrio informacional enseja que uma das partes obtenha vantagens em detrimento da outra, desenvolvendo comportamentos oportunistas para tanto.¹⁴⁸ Nesse sentido, importante salientar o que leciona Cristoph Fabian:

[...] encontra-se como limite de um direito à informação o sigilo empresarial. O sigilo empresarial é essencial para a competição da empresa com outras empresas concorrentes. Ele abrange todos os fatos sobre a

¹⁴⁷ Quanto à definição de administrador de carteira de valores mobiliários, a instrução assim pontua: “Art. 1º. A administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.” (CVM, 2015).

¹⁴⁸ Nessa linha, Ricardo Garcia Lupion (2011, p.176), ao discorrer sobre as desigualdades das partes e o papel do princípio da Boa-Fé Objetiva diante da realidade dos contratos empresariais, com muita propriedade assevera: “Todos os aspectos antes examinados – competição, rivalidade, padrão de cuidado e diligência empresarial, ônus de investigação no procedimento de *due diligence* – também devem ser ponderados e avaliados no caso concreto em que houver desigualdades das partes, assimetria de informações ou dependência econômica, hipótese em que a função criadora de deveres anexos decorrentes da boa-fé objetiva deve ser retomada na sua função plena.”.

empresa, que não são acessíveis para o público, e cuja não-divulgação fica no interesse econômico e legítimo da empresa. (FABIAN, 2002. p. 37).¹⁴⁹

Portanto, é importante compreender que não é o simples desequilíbrio informacional que, *a priori*, seja nocivo e, desse modo, deva ser combatido. Contudo, havendo assimetria informacional, deve ser tomada redobrada atenção, como se acionadas “*red flags*”, porquanto cenário possível para o surgimento dos problemas característicos da seleção adversa e do risco moral e, nessa última espécie, especialmente aqueles oriundos das relações do tipo Agente-Principal.¹⁵⁰

A seguir, veremos hipóteses frequentes de problemas de informação assimétrica que ocorrem no mercado de capitais.

5.1.3.1 Insider Trading

Situação diametralmente oposta àquela em que as informações são obtidas regularmente, mediante investimentos legítimos e produtivos e, portanto, capazes de gerar eficiência econômica, no caso da utilização de informação privilegiada a parte detentora desta informação ou informações privadas as obtêm por meios meramente redistributivos, valendo-se, muitas vezes, indevidamente de sua posição ou meramente do acaso.

Desta feita, justamente buscando combater problemas decorrentes da assimetria informacional é que se veda a prática do chamado *insider trading*, coibindo-se o uso e transmissão de informações por parte daqueles que tenham acesso privilegiado sobre atos ou fatos relevantes referentes às companhias que possuem seus valores mobiliários negociados, especialmente àquelas que possuem ações negociadas em bolsa de valores, nos moldes da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (CVM, 2002), com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM ns.º 369/02 (CVM, 2002a), 449/07 (CVM, 2007), 547/14 (CVM, 2014), 552/14 (CVM, 2014a) e 568/15 (CVM, 2015), como se pode observar de seus próprios termos, *in verbis*:

Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do

¹⁴⁹ FABIAN, 2002.

¹⁵⁰ Conforme veremos especificamente adiante.

conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

§2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do caput se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento.

§3º A vedação do caput também prevalecerá: I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A. (CVM, 2002).

Além disso, inclusive na seara do direito penal, a Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001) criminaliza a prática de utilização de informações privilegiadas no Brasil, prescrevendo o tipo penal descrito no art. 27-D da Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976), com a seguinte redação, *in verbis*:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Nessa senda, Carvalho e Ezirik (2002, p. 322, 323)¹⁵¹ trazem oportunas ponderações a respeito da utilização de informação privilegiada (*Insider Trading*):

Dentro desse entendimento, a Lei n.º 10.303/2001 acrescentou o §4º ao artigo 155, o qual dispõe que qualquer pessoa estará proibida de praticar o *insider trading*. Ao colocar essa norma no art. 155, a nova lei pressupõe que o administrador representa o *tipper*, que transmite ao *tippee* a

¹⁵¹ CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, N. **A nova Lei de S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 322-323.

informação não divulgada. Há sempre uma correlação entre o administrador e o terceiro. Daí estar o novo §4º adequado à matéria tratada no art.155.

Assim, por força do novo §4º do art. 155, o *insider* será, também, a pessoa que, em conluio ou mesmo por negligência do administrador, efetivamente se aproveita das informações privilegiadas para obter ganhos ou evitar prejuízos, mediante a compra e/ou venda precipitada de valores mobiliários de emissão da companhia, os quais, necessariamente, seriam negociados em outras bases ou simplesmente não o seriam se o público investidor tivesse simultaneamente conhecimento dessas mesmas informações.

Além do administrador, caracteriza-se como *insider* qualquer pessoa que, por ação ou omissão, aproveita-se da ação ou omissão dos administradores, de boa ou má-fé, para operar no mercado, com os valores mobiliários emitidos pela companhia.

Desse modo, será considerada *insider* qualquer pessoa que, em decorrência do exercício de funções na sociedade ou mesmo por circunstâncias especiais de acesso à administração da companhia, venha deter, antes dos demais acionistas, investidores ou agentes e operadores do mercado de capitais, informações relevantes, relativas aos negócios e ao estado da companhia.

Quanto à possibilidade dos problemas de informação assimétrica gerarem outras espécies de falhas de mercado, como no caso, de externalidades, devido ao comprometimento da credibilidade sistêmica do mercado de capitais, Kümpel (2007, p. 26,27) explana que:

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

De acordo com Proença, a legislação¹⁵² sobre *insider trading* deve:

[...] ocupar-se, precipuamente, em garantir que informações indispensáveis - claras, de boa qualidade, verídicas e completas - estejam à disposição e ao alcance do público, assegurando também a possibilidade do cumprimento do dever de diligência das partes envolvidas em qualquer tipo de transação [...] A informação é, conseqüentemente, crucial em qualquer negócio e, mais do que isto, é obrigação de diligência de ambas as partes envolvidas: obter e fornecer todas as informações disponíveis acerca dos bens transacionados”. (PROENÇA, 2005, p. 133).

¹⁵² O que vale da mesma forma para a regulação.

Nesse diapasão, é possível constatar que tais tipos de práticas (*insider trading*) são particularmente reprováveis, porquanto, além de prejudicarem os investidores individualmente considerados (aqueles que venham a ser prejudicados por participar, como contraparte, direta ou indiretamente, de transações que envolvam a utilização de informações privadas), colocam em cheque a credibilidade de todo o mercado de capitais, desestimulando os investidores a aplicarem seus recursos no mercado de capitais e, portanto, tornando o mercado menor e com um menor número de operações, implicando em menor eficiência econômica e menor crescimento e desenvolvimento econômico para o País.

5.1.3.2 Princípio do Full Disclosure

Igualmente no tocante a problemas de informação assimétrica, a legislação brasileira e regulação determinam a divulgação obrigatória de diversas informações, buscando primar por boas práticas de *disclosure*¹⁵³, incorporando, assim, o mundialmente vigente princípio do *full disclosure*, o qual pode ser considerado, quiçá, como um dos principais, senão o principal, para combater tal espécie de falha de mercado, sobretudo, no mercado de capitais.¹⁵⁴

Proença assevera que o princípio do *disclosure*, ou como também conhecido, da transparência, consubstancia-se em mecanismo para assegurar a simetria de informações na esfera do mercado de capitais, oportunizando, a todos os investidores, acesso às informações referentes às companhias e aos valores mobiliários por elas emitidos. Visa assegurar, desta forma, o equilíbrio das posições dos agentes do mercado e, por conseguinte, a isonomia nas suas relações. (PROENÇA, 2005).¹⁵⁵

Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008, *passim*) explanam que a filosofia do *disclosure* foi adotada pelos norte-americanos em 1934, com a criação da *Securities and Exchange Commission* - SEC e a edição do *Securities Act* e, desde então, o

¹⁵³ Medidas impositivas dos órgãos oficiais reguladores dos mercados de capitais, que obriga a companhia à divulgação de todas as informações relevantes, boas ou más, que possam influenciar uma decisão de investimento naquela companhia, bem com a transparência na política empresarial, focada em informar todos os fatos relevantes da companhia, conforme BOVESPA. Disponível em: <<http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php>>. Acesso em: 12 jan 2017.

¹⁵⁴ Aliás, inolvidável desde já reiterar que a principal falha de mercado a incidir sobre o mercado de capitais é, sem sombra de dúvida, a assimetria informacional, seguida dos custos de transação, seja pelas incontáveis situações em que pode se fazer presente, assim como pela gravidade dos seus efeitos nocivos.

¹⁵⁵ PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 44.

princípio do *disclosure*, de se levar ao conhecimento do público todos os fatos relevantes relacionados aos negócios da empresa, foi se impondo como uma regra fundamental para a segurança e bom funcionamento do mercado de capitais.¹⁵⁶

Nesse sentido, a obrigatoriedade da publicação de informações está prevista no artigos 176, § 1º, e 289 e seus parágrafos, da Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976), disciplinando a divulgação das demonstrações financeiras e de outras informações que devem ser disponibilizadas aos detentores de valores mobiliários emitidos por tais companhias, de capital aberto e fechado, como, por exemplo, editais de convocação para assembleias gerais extraordinárias e ordinárias, editais de ofertas públicas primárias e secundária de ações, divulgação de fatos relevantes, entre outros. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008).¹⁵⁷

Aliás, o §1º do indigitado artigo 289 enuncia que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) "[...] poderá determinar que as publicações ordenadas por esta Lei sejam feitas, também, em jornal de grande circulação nas localidades em que os valores mobiliários da companhia sejam negociados em bolsa ou em mercado de balcão, ou disseminadas por algum outro meio que assegure sua ampla divulgação e imediato acesso às informações." (BRASIL, 1976), para àquelas sociedades anônimas que possuem ações listadas em Bolsa de Valores.

Ressalte-se, desde já, que a regulação destinada a enfrentar tais dificuldades deve ser formulada considerando-se não apenas o problema da assimetria informacional em si, mas também, fundamentalmente, as características dos agentes econômicos participantes, dos ativos transacionados e das estruturas de mercado envolvidas e, dessa forma, o modo como as falhas de mercado (e entre elas a informação assimétrica) efetivamente incidem sobre a realidade, não podendo ser exarada, portanto, de forma indiferente, mas sim adequada às especificidades de cada segmento do mercado de capitais, bem como atenta às cada vez mais céleres alterações destes aspectos que ocorrem, sobretudo, em razão dos avanços tecnológicos, a fim de, por exemplo, se de um lado visa-se à combater a assimetria informacional e os seus efeitos nocivos, de outro, não criar custos de transação¹⁵⁸ tão elevados que tornem

¹⁵⁶ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 465-466.

¹⁵⁷ Idem.

¹⁵⁸ Como ocorre na exigência de publicação em jornais de grande circulação, nem sempre adequada e, atualmente, até mesmo já um tanto quanto ultrapassada para o atendimento dos fins aos que originalmente se almejaram.

proibitivo empresas que não possuam escala tão elevada ou magnitude (e possam, então, diluir tais custos) participar do mercado de capitais. Ainda mais considerando que existem outros meios, especialmente diante do atual estado da tecnologia (sobretudo da *internet*), que permitem publicizar informações a um custo muito mais baixo.

A Instrução CVM nº 457 (CVM, 2007a), por sua vez, dispõe acerca das sociedades destinatárias da obrigação de elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo *International Accounting Standards Board* - IASB, sendo que a Instrução CVM nº 59 (CVM, 1986) determina a obrigatoriedade da elaboração e publicação da demonstração das mutações do patrimônio líquido pelas companhias abertas.

Neste particular, compreende-se a importância de um padrão unificado das demonstrações contábeis, inclusive internacionalmente, de modo a permitir aos potenciais investidores maior clareza e comparabilidade entre as diversas alternativas existentes, não só em âmbito nacional como também mundial, considerando, outrossim, a globalização que atinge, igualmente, o fluxo de capitais.

Todavia, não se pode olvidar também a possibilidade de tentativa de abuso, por parte de investidores minoritários, na obtenção de informações, como muito bem preleciona Marcelo von Adamek, nos seguintes termos:

O direito do sócio à informação dos negócios sociais não está expressamente previsto no Código Civil ou na Lei das S/A, diversamente do que sucede noutros países. A análise de diversas regras esparsas, no entanto, permite reconhecer a existência de autêntico “sistema de informações” e, portanto, do direito correlato. Ademais, se existe o direito essencial de o sócio fiscalizar a gestão social na forma prevista na lei, não há como deixar de assim também reputar o direito instrumental de informação, pois ela é indispensável para que os sócios possam se manifestar com conhecimento de causa: *forewarned is forearmed*, como expressa o mote inglês. No entanto, até mesmo pelo seu caráter instrumental, esse direito é concedido na indissociável suposição de que as informações disponibilizadas são necessárias ao correto exercício dos direitos sociais e, mais do que isso, serão usadas em harmonia com o dever societário de lealdade e o interesse social. Na prática, contudo, o solicitante das informações por vezes tem acesso a dados reservados e acaba por usá-las em benefício próprio ou de terceiro, incorrendo aí em claro abuso sancionável.

A repressão ao abuso no uso de informações sociais é preocupação marcante na lei acionária. Em matéria de *insider trading*, o art. 155, § 4º, da Lei das S/A, declara expressamente ser “vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”. Da mesma forma, ao regular o dever de revelação - segundo o qual os administradores de companhias abertas podem ser instados por acionistas que representem pelo menos 5% do capital social, ressalvado o poder da CVM de reduzir esse percentual mediante fixação de escala em função do valor do

capital social (LSA. art. 291), a prestar certos esclarecimentos diretamente aos acionistas em assembléia geral (LSA, art. 157, § 1º) e, a pedido de qualquer acionista, os esclarecimentos prestados poderão ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes (LSA. art. 157, § 2ª) preocupou-se o legislador em também prescrever que as informações assim obtidas somente poderão ser utilizadas no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem (LSA, art. 157, § 3º). Evidencia-se, aqui, o reflexo da doutrina norte-americana do *proper purpose*, de acordo com a qual o direito do acionista à obtenção de informações específicas é condicionado ao uso dessas informações para uma de suas finalidades próprias.¹⁵⁹

Assim sendo, possível compreender que o equilíbrio informativo entre os agentes econômicos participantes do mercado de capitais nem sempre é facilmente atingido, sendo necessária uma abordagem (regulação) celeremente responsiva e, por conseguinte, dinâmica, da mesma forma que modulável às diferentes conjunturas que se apresentam, a depender, sobretudo, do segmento tratado, considerando-se, assim, não só as características dos agentes econômicos envolvidos, mas também dos ativos e das estruturas de mercado apresentadas.

5.1.3.3 Problemas de Agência – Relação de Agente - Principal - Churning

Com acentuada frequência no Mercado Financeiro, e especialmente no âmbito do Mercado de Capitais, que aqui é nosso objeto de estudo, ocorrem situações nas quais os interesses dos investidores, compreendidos como poupadores líquidos (detentores de recursos financeiros), podem conflitar, pelo menos em boa parte das vezes, com os interesses dos gestores desses recursos, entendidos aqui, grosso modo, como os indivíduos especializados e dedicados exclusivamente na identificação e alocação desses recursos em nome e no interesse de seus contratantes (principais), com a finalidade de obtenção dos maiores retornos possíveis; ou mesmo entre os poupadores líquidos e os intermediários (instituições financeiras), estes os quais respondem pela drenagem destes recursos até os detentores das melhores oportunidades de alocação (investimentos no sentido econômico), ou, ainda, entre aqueles e os indivíduos com necessidades imediatas de consumo ou aplicação.¹⁶⁰

¹⁵⁹ ADAMEK, Marcelo von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 297-299.

¹⁶⁰ As diferentes necessidades ou pretensões de consumo apresentadas pelos indivíduos (agentes econômicos) podem ser explicadas, entre outras razões, pela propensão marginal ao consumo, ponderando-se, inclusive, a escolha intertemporal, conforme elucidativo modelo de escolha intertemporal de Irving Fischer (1970).

A doutrina claramente busca tratar desse problema, ainda que não tenha sistematizado a temática e adotado a terminologia já assente na Análise Econômica do Direito, como se pode observar da seguinte passagem:

Finalmente, também constitui objetivo essencial da regulação evitar os conflitos de interesse, ou seja, a ocorrência de situações em que os intermediários financeiros e os acionistas controladores e administradores de emissoras tenham, em determinadas situações, interesses potencialmente contrários aos de seus clientes ou acionistas minoritários. Tais conflitos de interesse podem ocorrer em conglomerados financeiros ou bancos múltiplos, nos quais muitas vezes realizam-se vendas compulsórias de serviços não necessariamente desejados pelos clientes, bem como falta de independência nas atividades de consultoria de investimentos, administração de fundos etc.¹⁶¹

Oportuno exemplo é a situação das Corretoras da Bolsa de Valores e dos Agentes Autônomos de Investimentos no Brasil, que possuem a sua remuneração relacionada às operações que são efetuadas em nome de seus contratantes. Melhor explanando, a remuneração destes agentes corresponde, normalmente, a um percentual do montante das operações realizadas pelo principal, no caso, o cliente. Outrossim, em grande parte das vezes, o ganho destes intermediários independe dos resultados obtido pelo cliente, isto é, a magnitude das suas remunerações está diretamente relacionada ao volume das operações, sendo maior quanto mais elevado o número e a dimensão das transações. Para o cliente (principal), todavia, somente interessa que sejam realizadas aquelas operações que efetivamente venham a trazer retornos (ainda que esperados) positivos, na maior proporção possível, com o menor número de transações.

Dessa forma, como se pode inferir, é possível que estes agentes, visando exclusiva e estritamente aos seus ganhos, possam desenvolver comportamentos oportunistas, diante da existência de assimetria informacional, estimulando ou mesmo realizando para os seus clientes o maior número de operações, independentemente dos riscos e dos retornos esperados e efetivos, o que pode trazer graves consequências para os interesses dos investidores,¹⁶² principalmente considerando que, em regra, o

¹⁶¹ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B.; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 21-22.

¹⁶² Sem falar na realização de operações não condizentes com as características (perfil) apresentadas pelo investidor (*suitability*), isto é, a adoção de condutas, em nome do contratante (principal/investidor), por parte de seus contratados, em desalinho com o perfil frente ao risco apresentado pelo investidor, que geralmente é classificado como: i) avesso ao risco (conservador), ii) neutro ao risco (moderado), ou iii) propenso ao risco (arrojado). Quanto à *suitability*, importante referir que a Comissão de Valores

investidor (principal) possui menor conhecimento sobre o funcionamento, no caso, do mercado de capitais, que os agentes (por exemplo, corretoras e agentes autônomos de investimentos), sendo difícil ou mesmo impossível verificar, sobremaneira *ex ante*, se a conduta dos seus contratados está efetivamente sendo direcionada no sentido da maximização dos seus interesses (retornos).

Tal prática já é devidamente denominada no mercado pela expressão em inglês “*churning*”, a qual, conforme o dicionário de inglês para negócios, da Oxford University Press, significa: “(Also *churn*). *Stock Market: the illegal practice by stockbroker of buying and selling a client’s investments more often than necessary, in order to make more money in commissions.*”¹⁶³

Interessante registrar os indicadores utilizados para identificar tais práticas, conforme estudo realizado pela Comissão de Valores Mobiliários, pelo que se faz oportuno transcrever:

Esse estudo busca oferecer subsídios para indicar a prática de *churning* no Brasil, por meio de análise de diversos indicadores mencionados na literatura internacional, bem como verificar sua consistência e comportamento ao longo dos anos. Para tanto, foram utilizados dados dos fundos de investimento em ações (FIAs). *Churning* é o termo utilizado para designar a prática do gestor de recursos de realizar negociações em

Mobiliários editou a Instrução nº 539, a qual trata do dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente, a chamada *suitability*, na esfera dos valores mobiliários.

A norma consolida os procedimentos a serem observados para essa verificação por parte das pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e consultores de valores mobiliários, determinando que os agentes mencionados não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços, sem verificar a adequação dos mesmos ao perfil do cliente.

Desta formam, a partir de 5 de janeiro de 2015, os referidos participantes são obrigados, a avaliar e classificar seus clientes e produtos em categorias específicas, de forma a determinar a compatibilidade entre os objetivos, situação financeira e conhecimento dos primeiros e as características dos segundos.

A referida Instrução resulta de longo processo de discussão pública, iniciado em 2006 a partir da revisão dos limites para investidores qualificados no âmbito da Instrução CVM nº 409/04. “Nesse íterim, três editais de audiência pública foram publicados, respectivamente, em 2007, 2009 e 2011, com vistas a determinar o conjunto de requerimentos necessário à efetiva realização do procedimento de *suitability*.”

A ANBIMA participou ativamente dessas discussões representadas pelos seus organismos ligados à distribuição de produtos, em especial, pelo Comitê de Distribuição de Produtos no Varejo, e em função de sua experiência na matéria, já que requerimentos de *suitability* estão presentes nos Códigos da ANBIMA desde 2007. Cabe lembrar que atualmente os Códigos de *Private Banking*, Fundos de Investimento, Gestão de Patrimônio, Negociação de Instrumentos Financeiros e Varejo contam com regras específicas sobre a matéria.

A Instrução ora publicada atende também à Deliberação nº 7/09 do Coremec, que recomenda às entidades reguladoras do sistema financeiro brasileiro ‘a edição de normas relativas ao dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ofertados ou recomendados às necessidades, interesses e objetivos dos clientes ou participantes de planos de benefícios’”, conforme Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA. Disponível em: http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2013_019.asp. Acesso em: 10 mar 2017.

¹⁶³CAMBRIDGE DICTIONARY. **Churning** [verbete]. Disponível em: <http://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/churning>. Acesso em: 01 fev. 2017. [recurso eletrônico].

excesso, com o objetivo de gerar maiores receitas de corretagem e comissões. Existem dois indicadores amplamente utilizados na caracterização de *churning*: a taxa de custos de negociação (*cost/equity ratio*) e o giro da carteira de investimentos (*turnover ratio*). O exame do giro da carteira (*turnover*) é o método mais comum para determinar a negociação excessiva (BROWN, 1996; MCCANN & LUO, 2002). Dito de forma simples, representa o número de vezes que a carteira foi renovada no período considerado. Exemplos desta abordagem remontam a meados do século passado. (CVM, 2013, recurso eletrônico).

Aliás, cada vez mais e com maior frequência observam-se aportarem demandas judiciais dessa natureza na Justiça Brasileira (muito embora ainda em número muito pequeno), como se pode observar dos termos de ementa dos julgados a seguir transcritos¹⁶⁴:

APELAÇÃO CÍVEL. CORRETAGEM. AÇÃO PELO RITO ORDINÁRIO. CASO CONCRETO. MATÉRIA DE FATO. INVESTIMENTO DE VALORES EM BOLSA DE AÇÕES. IRREGULARIDADE NA GESTÃO/ADMINISTRAÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS. DESCUMPRIMENTO DAS REGRAS DEFINIDAS PELA CVM. REALIZAÇÃO DE INÚMERAS OPERAÇÕES SUCESSIVAS E RÁPIDAS CARACTERIZADORAS DE PRÁTICA ILÍCITA DENOMINADA CHURNING. MOVIMENTAÇÕES QUE EXCEDERAM, E MUITO, A MÉDIA ACEITÁVEL PARA FINS DE CONFIGURAÇÃO DE CHURNING, SEGUNDO O REFERIDO ESTUDO LEVADO A EFEITO PELO DEPARTAMENTO DE SUPERVISÃO DE MERCADOS DA BM&F BOVESPA. OPERAÇÕES DOCUMENTADAS EM CONTESTAÇÃO QUE NÃO SE PRESTAM COMO PROVA DE AUTORIZAÇÃO DO AUTOR. SENTENÇA MANTIDA. RECURSO DE APELAÇÃO DESPROVIDO. (Apelação Cível Nº 70065742421, Décima Quinta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Adriana da Silva Ribeiro, Julgado em 16/12/2015).

APELAÇÃO CÍVEL. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO. CORRETAGEM. PROVA DOCUMENTAL DEMONSTRANDO A REALIZAÇÃO DE INÚMERAS OPERAÇÕES SUCESSIVAS E RÁPIDAS CARACTERIZADORAS DE PRÁTICA ILÍCITA DENOMINADA "CHURNING" (CONHECIDA PRÁTICA NO MERCADO, SEGUNDO A QUAL O INTERMEDIÁRIO REALIZA EXCESSIVAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE VALORES MOBILIÁRIOS, EM REDUZIDO ESPAÇO DE TEMPO, SEM APARENTE FUNDAMENTO ECONÔMICO, COM O INTUITO DE GERAR TAXA DE CORRETAGEM). OPERAÇÕES EM BOLSA DE VALORES. ATUAÇÃO DE AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTOS EM DESACORDO COM AS LIMITAÇÕES NORMATIVAMENTE ESTABELECIDAS PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) PARA A CATEGORIA. O AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTOS NÃO É - E NEM PODE FUNCIONAR COMO SE FOSSE - UM PROCURADOR DO INVESTIDOR QUE, EM SEU NOME, PODERIA EFETUAR COMPRA E VENDA DE AÇÕES DE ACORDO COM SEUS CRITÉRIOS DE MELHORES INVESTIMENTOS, ATÉ MESMO EM RAZÃO DA AUSÊNCIA DE FORMAÇÃO ADEQUADA

¹⁶⁴ Ressalve-se que a indicação, aqui neste trabalho, da jurisprudência possui finalidade meramente exemplificativa, não havendo, portanto, apontamento de critérios para a seleção das amostras.

PARA TANTO, NÃO SE CONFUNDINDO, ASSIM, COM A FIGURA DO CHAMADO ADMINISTRADOR DE CARTEIRA. ATUAÇÃO NÃO LASTREADA DOCUMENTALMENTE. HAVENDO TAL LIMITAÇÃO À ATUAÇÃO DO AGENTE AUTÔNOMO, A REALIZAÇÃO DE OPERAÇÕES TAIS (NEGOCIAÇÃO DE ATIVOS EM NOME DO CLIENTE) DEVERÁ, OBRIGATORIAMENTE, ESTAR RESPALDADA POR ORDENS ESPECÍFICAS DESTE ÚLTIMO, AS QUAIS TÊM A CARACTERÍSTICA DE SEREM PRETÉRITAS AO NEGÓCIO (REFLETINDO SUA INTENÇÃO) E NÃO POSTERIORES, COMO SE REPRESENTASSEM UMA CHANCELA, SOB PENA DE ESTAR O AGENTE INFRINGINDO, INCLUSIVE, DISPOSITIVOS DA LEI DO MERCADO DE CAPITAIS (LEI 6.385/76) E LEI DOS CRIMES CONTRA O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (LEI 7.492/86), COM OPERAÇÃO IRREGULAR DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA QUANDO, PELO EVIDENCIADO, PASSAM A GERENCIAR VALORES QUE LHE SÃO ALCANÇADOS POR TERCEIROS. CORRETAGEM. VOLUME DE OPERAÇÕES. AFASTAMENTO DA PURA E SIMPLES QUESTÃO DA OSCILAÇÃO DO MERCADO COMO POSSÍVEL CAUSADOR DE PREJUÍZOS AO INVESTIDOR. POSSIBILIDADE DE USO DE ARTIFÍCIOS PARA A OBTENÇÃO DE LUCROS AO OPERADOR EM PREJUÍZO AO INVESTIDOR. QUANDO, AINDA ASSIM, NÃO CONSTATADA A EXISTÊNCIA DE TODAS AS AUTORIZAÇÕES PARA A REALIZAÇÃO DAS COMPRAS E VENDAS, O VOLUME DE NEGÓCIOS REALIZADO EM NOME DO INVESTIDOR SE MOSTRA CONSIDERÁVEL EVIDENCIA-SE A PRÁTICA CONHECIDA NO MERCADO COMO CHURNING, EM QUE A REALIZAÇÃO SUCESSIVA DE OPERAÇÕES TEM POR ESCOPO NÃO A BUSCA DOS NEGÓCIOS MAIS RENTÁVEIS, MAS SIM A GERAÇÃO DE COMISSÃO DE CORRETAGEM. CONSTATADAS TAIS IRREGULARIDADES NA ATUAÇÃO, O CASO É DE PROVER O RECURSO PARA JULGAR PROCEDENTES OS PEDIDOS FORMULADOS NA INICIAL, RESTABELECENDO-SE A CONDIÇÃO DO APELANTE AO TEMPO DO INÍCIO DA CONTRATUALIDADE. DERAM PROVIMENTO AO APELO. UNÂNIME. (Apelação Cível Nº 70058397084, Décima Quinta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Otávio Augusto de Freitas Barcellos, Julgado em 13/08/2014).

CORRETAGEM. VALORES MOBILIÁRIOS. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO. 1. Caso em que o contrato entretido pelas partes determina a obrigatoriedade de a corretora de valores operar estritamente sob ordens (escritas ou verbais) de seu cliente. A realização de operações em bolsa de valores, por iniciativa da corretora de valores, sem autorização do cliente, caracteriza ato ilícito e gera o dever de indenizar os danos decorrentes dessas operações não autorizadas. 2. Hipótese em que o descumprimento do contrato não configurou dano moral. APELO PROVIDO EM PARTE. (Apelação Cível Nº 70053101838, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Paulo Sérgio Scarparo, Julgado em 05/06/2014).

AGRAVO DE INSTRUMENTO. EXCEÇÃO DE INCOMPETÊNCIA. AÇÃO INDENIZATÓRIA. CASO CONCRETO. MATÉRIA DE FATO. CONTRATO DE PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS. CORRETAGEM. BOLSA DE VALORES. RELAÇÃO DE CONSUMO. CONTRATO DE ADESÃO. DESCABIMENTO DA CLÁUSULA DE ELEIÇÃO DE FORO. Agravo de instrumento desprovido. (Agravo de Instrumento Nº 70058560137, Décima Quinta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Vicente Barrôco de Vasconcellos, Julgado em 06/03/2014). APELAÇÃO CÍVEL. CORRETAGEM. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO. ÔNUS DA PROVA. AGRAVO RETIDO. INVERSÃO DO ÔNUS DA

PROVA. DESCABIMENTO. MERCADO DE VALORES. HAVENDO EVIDÊNCIAS A DEMONSTRAR A ATUAÇÃO IRREGULAR DOS PRESTADORES DE SERVIÇO DEMANDADOS, SENDO FATO NOTÓRIO O EXERCÍCIO ILEGAL DE ATIVIDADE NO MERCADO DE CAPITAIS PELOS MESMOS, IMPÕE-SE A PROCEDÊNCIA DA AÇÃO. NEGARAM PROVIMENTO AO AGRAVO RETIDO E DERAM PROVIMENTO AO RECURSO DE APELAÇÃO. UNÂNIME. (Apelação Cível Nº 70049828353, Décima Quinta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Otávio Augusto de Freitas Barcellos, Julgado em 11/12/2013).

Exatamente para inibir estes tipos de situações que a legislação veda, por completo, a prática de gestão (administração de carteira de valores mobiliários) pelas corretoras de valores ou agentes autônomos de investimentos, vez que emerge, inexoravelmente, uma colisão, inversamente relacionada, de interesses, porquanto as corretoras de valores mobiliários e os agentes autônomos de investimentos mais ganham quanto maiores e mais numerosas forem as operações realizadas pelos seus clientes, enquanto que estes, por seu turno, somente ganham quando os ativos que adquirem possuem alta de preços, no mercado à vista, ou se os preços se deslocem no mesmo sentido da operação contratada nos demais casos.¹⁶⁵

Não é por outra razão que a Comissão de Valores Imobiliários regrou a matéria, determinando que os agentes autônomos de investimentos¹⁶⁶ não podem desempenhar a função de gestores de recursos de seus clientes, atividade esta que é restrita aos Administradores de Carteiras,¹⁶⁷ como se observa das vedações constantes da Instrução CVM nº 497/2011 (CVM, 2011), atualmente em vigor, *in litteris*:

¹⁶⁵ Aqui se apresenta uma explanação bastante simplificada quanto às operações, apenas com o intuito de permitir a compreensão da ideia de fundo, porquanto o número e a forma de produtos disponíveis no mercado atualmente é muito grande, sendo alguns deles de grande complexidade, especialmente nas bolsas de mercadorias e futuros.

¹⁶⁶ A definição de Agente Autônomo de Investimentos consta do Art. 1ª da Instrução CVM 497 (CVM, 2011), nos seguintes termos: “Art. 1º Agente autônomo de investimento é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, 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.

Parágrafo único. A prestação de informações a que se refere o inciso III inclui as atividades de suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes, observado o disposto no art. 10.”

¹⁶⁷ Já a definição de administração de carteira de valores está insculpida na Instrução CVM 558, de 26 de março de 2015 (CVM, 2015), onde está claramente determinado: “Art. 2º A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM. [...]” § 4º O gestor deve exercer suas atividades de consultoria com lealdade em relação aos seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida e, diante de uma situação de conflito de interesses, informar ao cliente que está agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de prestar a consultoria.[...]”. Mais adiante, expressamente impede o recebimento de corretagem, nos seguintes

CAPÍTULO IV – VEDAÇÕES

Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º:

...

II - receber de clientes ou em nome de clientes, ou a eles entregar, por qualquer razão e inclusive a título de remuneração pela prestação de quaisquer serviços, numerário, títulos ou valores mobiliários ou outros ativos;

III - ser procurador ou representante de clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para quaisquer fins;

IV - contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários;

[...]

§ 1º Para exercer as atividades de administração de carteira, de consultoria ou de análise de valores mobiliários, o agente autônomo de investimento que seja registrado pela CVM para o exercício daquelas atividades na forma da regulamentação em vigor deve requerer à entidade credenciadora a suspensão de seu credenciamento como agente autônomo de investimento.

§ 2º O disposto no inciso I não se aplica aos agentes autônomos que realizam exclusivamente a distribuição de cotas de fundo de investimento para investidores qualificados.

§ 3º O agente autônomo de investimento que mantiver contrato com um intermediário por meio de pessoa jurídica na forma do art. 2º não poderá ser contratado diretamente por outro intermediário.¹⁶⁸

Nesse particular, ainda mais em tempos de alta tecnologia, inovações e inteligência artificial, especialmente digitais no mundo do mercado de capitais, até mesmo já com a extensiva utilização de robôs (também chamados de robôs investidores ou “*robot traders*”, inafastável ressaltar a importância da “*RegTech*”, ou como também conhecida Tecnologia de Regulação, especialmente ligada à tecnologia da informação, destinada a desenvolver tecnologias para fiscalização do cumprimento das exigências regulatórias, identificando-se eventuais desvios.

Baseia-se fundamentalmente na informatização dos processos de fiscalização, de modo a reduzir severamente os custos operacionais e aumentar drasticamente a capacidade de análise. Acredita-se que a “*RegTech*” tenha potencial ainda muito maior,¹⁶⁹ sendo capaz de proporcionar fiscalização em tempo real do atendimento dos

termos: “Art. 17. É vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários: [...] VII – negociar com os valores mobiliários das carteiras que administre com a finalidade de gerar receitas de corretagem ou de rebate para si ou para terceiros; [...]”. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

¹⁶⁸ Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011 (CVM, 2011). Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento.

¹⁶⁹ ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N.; BUCKLEY, R. P. FinTech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation, **Northwestern Journal of International Law & Business**, University of Hong Kong Faculty of Law Research, october, 2016. [Paper nº. 2016/035]. Disponível em:

regimes regulatórios dos mercados financeiros, identificando o nível de aderência e *compliance* dos agentes econômicos envolvidos.

Não distante, retomando-se o exemplo já antes mencionado da situação das corretoras da bolsa de valores e dos agentes autônomos de investimentos no Brasil, os quais possuem as suas remunerações fixadas, normalmente, em percentual do valor das operações realizadas pelos seus clientes, estando, portanto, diretamente relacionadas ao volume e número de transações, podendo fazer emergir comportamentos oportunistas, em razão do potencial conflito de interesses, ensejando que os agentes (corretoras e agentes autônomos de investimentos) possam vir a induzir¹⁷⁰ o principal (cliente/investidor) a realizar o maior número de operações, independentemente do perfil do cliente e do efetivo retorno esperado, é possível perceber que as normas destinadas a disciplinar essas situações buscam estruturar tais relações, inclusive os seus respectivos contratos, de modo a desestimular o comportamento oportunista e mesmo alinhar os interesses dos agentes econômicos envolvidos, por meio de técnicas de desenho contratual.¹⁷¹

Ainda nesse contexto, importa reiterar que vem sendo muito debatida, sobremaneira nos Estados Unidos da América, notadamente após o recente colapso financeiro conhecido como Crise do *Subprime*, a forma de remuneração dos administradores (executivos) das grandes companhias de capital aberto, vez que se identificou, nas raízes desta crise, a existência de nítidos conflitos de interesses entre administradores e acionistas, porquanto as remunerações daqueles, em muitos casos, estavam relacionadas ao desempenho¹⁷² (*performance*) de curto prazo, o que nem sempre se revelava sustentável e condizente com os almejados retornos de longo prazo¹⁷³ esperados pelos acionistas, o que efetivamente, de forma deveras drástica,

<https://ssrn.com/abstract=2847806>. Acesso em: 15 jan 2017; assim como: LEE, D. K. C.; TEO, E. G. S. **Emergence of Fintech and the Lasic Principles**, September 30, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2668049>>. Acesso em: 18 fev 2017.

¹⁷⁰ Ou mesmo realizem em nome do cliente, situação que é ilegal. Vale registrar, outrossim, que pela mesma razão, é vedado aos Agentes Autônomos de Investimentos fazerem indicações de investimentos aos seus clientes.

¹⁷¹ Também conhecidas na doutrina internacional como *Contractual Design*. Para aprofundamento sobre o tema, excelente artigo: BAJARI, P; TADELIS, S. **Procurement Contracts: fixed price vs. cost plus**. 1999. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/23741027_Procurement_Contracts_Fixed_Price_vs_Cost_Plus>. Acesso em 02 fev 2017. [recurso eletrônico].

¹⁷² Por exemplo, elevadíssimos bônus e *stock options*.

¹⁷³ Verifica-se aqui, inclusive, problemas de divergências temporais, que podem ocorrer entre os interesses dos agentes e dos principais.

veio a se concretizar, consubstanciando-se em uma das maiores e mais graves crises financeiras já verificadas na história.¹⁷⁴

5.1.3.4 *Benefícios Privados do Controle e Proteção dos Acionistas Minoritários*

Um dos principais problemas oriundos da assimetria informacional a incidir sobre o mercado de capitais, inclusive também compreendido dentro da espécie das relações de Agente-Principal (acima tratadas de forma mais genérica), diz respeito aos conflitos de agência¹⁷⁵ derivados dos benefícios privados do controle. Cabe salientar que tal problema está, em seu âmago, relacionado à questão central propriedade *versus* controle, a qual se encontra em uma área de sobreposição entre o direito dos valores mobiliários¹⁷⁶ e, notadamente, o direito societário, sendo que não há como se proceder a análises sobre o tema sem se considerar ambos aspectos envolvidos.

Tais problemas se originam da estrutura de poder de comando das empresas, haja vista que controladores poderão obter benefícios privados do controle, em prejuízo dos demais acionistas. Evidente que, via de regra, tais conflitos surgem do conflito entre acionistas majoritários que detém o controle e os acionistas minoritários, especialmente considerando a pequena dispersão acionária própria da realidade brasileira. Todavia, tais problemas podem surgir mesmo no contexto de maior dispersão, desde que controladores possam obter benefícios privados às custas ou em prejuízo dos não controladores.

¹⁷⁴ Oportuno, TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 2006. Assim como ROMANO, R. **Foundations of corporate law**. New York: Foundation Press, 1993.

¹⁷⁵ Conflitos de agência e relações de agente-principal são termos sinônimos, servindo para referirem-se ao mesmo problema de assimetria informacional.

¹⁷⁶ Nos moldes sustentados por Mattos Filho: “É diante de tal quadro que o mercado de valores mobiliários vem crescendo e assumindo um papel relevante como mecanismo de financiamento do sistema produtivo nacional. Entretanto, para o desenvolvimento deste mercado, e na medida em que o governo entenda regulá-lo, a tarefa primordial será discutirmos os princípios básicos componentes deste novo ramo do Direito, denominado Direito dos Valores Mobiliários, trabalhando novos institutos e discutindo o que venha a ser ‘valor mobiliário’, sua distribuição pública, a manipulação de mercado, a informação privilegiada, dentre outros, para que possamos ter ideia do alcance deste instrumento, suas limitações e obrigações decorrentes de sua oferta, inclusive as conexões com os ramos do Direito já estabelecidos, como o Direito das Obrigações, o Direito Administrativo, o Direito Societário, etc. Tal tarefa se impõe para que se possa, dentre outros objetivos, determinar o alcance e o limite para o Estado exercer o seu poder de polícia sobre os agentes eminentes, intermediadores e adquirentes ou vendedores de valores mobiliários, bem como para determinar o campo de atuação destinado aos acordos e às obrigações daí decorrentes que nascem e se extinguem dentro do âmbito privado, sem a interferência estatal. Em outras palavras, será necessário traçar as grandes linhas do Direito dos Valores Mobiliários.” (MATTOS FILHO, 2015a, p. 23).

Justamente nesse sentido, por todos, Erica Górga define os benefícios privados do controle:

Benefícios privados do controle, então, são vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia para si em detrimento de outros acionistas. Benefícios privados podem ser pecuniários, isto é, ser estimados em termos monetários. Neste caso, podem ser auferidos em inúmeras situações como, por exemplo, a partir de pagamento de salário excessivamente alto, a partir de realização de negociações nos mercados de valores mobiliários em posse de informação privilegiada (*insider trading*). Benefícios privados podem, por outro lado, ser não pecuniários, quando não podem ser demonstrados em termos monetários. Os benefícios não pecuniários são usufruídos quando o controlador maximiza sua utilidade a partir do controle que exerce na tomada de decisões da companhia. Por exemplo, o controle pode criar retornos não monetários para o controlador que tenha fundado a companhia, quando o controle da sociedade esteve sempre nas mãos da família do controlador ou quando o controlador se beneficia do prestígio por estar em tal posição. Podem também defluir de orgulho, fama e prestígio decorrentes do controle sobre determinada companhia, desejo de manutenção de *status* social, obtenção de prazer pela interação com pessoas influentes de negócios ou de alto escalão do governo, políticos etc. A literatura tem avançado recentemente no sentido de tentar mensurar os benefícios privados não pecuniários de controle. (GORGA, 2013, p. 62,63).¹⁷⁷

¹⁷⁷ Sendo oportuno registrar o que a autora diz na sequência (p. 63-66): “É importante destacar que as ações votantes são o principal canal para a extração de benefícios privados do controle porque estas possibilitam o poder de voto e, portanto, de tomada de decisão sobre os negócios sociais. Todavia, o poder de voto, em si, isto é, o montante de ações de que um acionista dispõe, não é o único determinante da medida de benefícios privados de controle. Assim, não é simplesmente o fato de um acionista possuir mais ou menos ações votantes que determinará a existência de maiores ou menores benefícios privados do controle. O valor dos benefícios privados do controle depende de uma série de fatores, além do tamanho do bloco de controle e da distribuição das ações remanescentes, sendo alguns deles jurídicos e outros extrajurídicos.

Os fatores jurídicos se referem ao ambiente regulatório, em sentido lato, que governa as relações societárias e a possibilidade de expropriação de investimento. Os fatores extrajurídicos incluem, por exemplo, o tipo de indústria, a possibilidade de ampla cobertura da mídia, o grau de sonegação fiscal e a existência de mercados competitivos, os quais também podem influenciar o tamanho dos benefícios privados de controle, apesar de não serem o foco do presente trabalho.

Quanto à relação dos benefícios privados do controle com o ambiente jurídico, eles serão superiores quanto a proteção aos acionistas minoritários for mais fraca. Isso porque a proteção efetiva dos direitos dos acionistas minoritários restringe a possibilidade de extração de benefícios privados em seu detrimento, pelo detentor do controle. Assim, as normas jurídicas têm um papel fundamental na redução de extração de benefícios privados do controle, na medida em que restringem as hipóteses em que tal extração possa ocorrer. Dessa forma, o sistema jurídico influencia o grau de extração destes benefícios, o que, por sua vez, traz consequências para o desenvolvimento do mercado de capitais.

A literatura jurídica brasileira há tempos reconhece plenamente a existência de inúmeras situações práticas nas quais os acionistas controladores podem prejudicar os interesses dos acionistas minoritários, extraindo, portanto, os denominados benefícios privados do controle e expropriando o valor de seu investimento. Falta, no entanto, no direito societário brasileiro uma análise teórica sistemática das consequências de tais práticas para o desenvolvimento do mercado de capitais e do papel do direito em coibi-las para que se alcance tal objetivo. Muitas das práticas de expropriação, inclusive, são facilitadas ou exacerbadas por lacunas ou falhas na legislação e/ou na regulação administrativa nacionais e no seu cumprimento. Assim, como a doutrina já reconheceu, existe potencial para que o controlador extraia benefícios para si em prejuízo dos outros acionistas da companhia em casos de aumento de capital, ofertas públicas iniciais de ações, (falta de) distribuição de dividendos ou retenção de lucros, fusões, resgate acionário, negócios com conflitos de interesses como a celebração de contrato entre a sociedade e o controlador, uso de informação privilegiada em detrimento dos demais acionistas, práticas de nepotismo

Portanto, a fim de que o mercado de capitais funcione de forma eficiente, bem como possa se desenvolver com todas as suas potencialidades, importante resguardar os direitos dos acionistas minoritários, de modo a restringir a possibilidade de extração de benefícios privados do controle,¹⁷⁸ para que então os potenciais investidores possam ter a segurança jurídica necessária para investirem no mercado de capitais.

De qualquer forma, como é notório, a estrutura de propriedade das empresas que participam do mercado de capitais brasileiro é altamente concentrada, diferente de outros países, como os Estados Unidos da América do Norte, em que se apresentam estruturas de propriedade mais dispersas, circunstância esta que parece estar relacionada inclusive ao grau de desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse sentido, precisa é a colocação, mais uma vez, de Érica Gorga:

e uso de infraestrutura da sociedade para negócios particulares, entre outros. Os controladores podem realizar, além disso, investimentos pouco ou nada lucrativos, dos quais extraem benefícios pessoais não pecuniários, mas que obviamente resultam em perdas pecuniárias para os acionistas. Exemplos clássicos na literatura internacional incluem o patrocínio de times esportivos, eventos sociais e festas custeados pela companhia.

Apenas para desenvolvermos uma das possibilidades mais óbvias, vamos nos ater às normas sobre a remuneração dos administradores.

De acordo com o art. 152, *caput* da lei das sociedades anônimas, cabe à assembléia geral a fixação do montante global ou individual da remuneração dos administradores. Considerando que o acionista controlador detém a maioria dos votos nessa assembléia, segue que, no caso de ser ele um administrador da companhia - não se pode deixar de admitir - terá conflito de interesses (ainda que formal perante o direito positivo, art. 156) inerente à situação, sendo provável e realista supor que o acionista seja levado a fixar a sua remuneração sempre para mais (materializando o conflito de interesses substancial) e nunca para menos.

A doutrina pátria, inclusive, já reconheceu que a remuneração exagerada dos administradores é maneira disfarçada de se desviar os lucros que deveriam ser destinados a todos os acionistas, ocorrendo com frequência, principalmente, quando os acionistas controladores são administradores. Trata-se do eterno problema esboçado no clássico artigo de Alchian e Demsetz, de ‘quem é que vai monitorar o monitor’, já que, no caso, o acionista controlador é ‘monitor’ dos demais administradores, mas, como administrador, é ‘monitorado’ por si mesmo. O direito positivo atual não apresenta solução satisfatória para esse desalinhamento de interesses, pois, conforme rege a lei, ao acionista minoritário não assiste o direito de arguir, no caso da fixação do montante global da remuneração, sobre a forma de distribuição da remuneração aos administradores individualmente. Fica, então, de mãos amarradas, dependendo da consciência e honestidade do acionista controlador.

Os critérios fixados no art. 152, ou seja, da remuneração de acordo com a responsabilidade, o tempo dedicado à função, a competência e reputação profissional e o valor dos serviços do administrador no mercado, incluem elementos demasiadamente gerais e por vezes subjetivos, permitindo a maior liberdade na fixação do patamar de remuneração. Melhor seria a solução do direito norte-americano para a matéria, que ao invés de fixar patamares de remuneração, o que seria de todo inapropriado perante a necessária liberdade que deve ser inerente à condução dos negócios privados, requer a prestação de informações detalhadas (*disclosure*) sobre o montante recebido a título de remuneração e benefícios dos administradores individualmente. Ademais, o art. 157 § 1º da Lei das S.A. brasileira deixa ainda mais a desejar ao requerer a prestação de informações insuficientes aos acionistas que representem 5% ou mais do capital social.”

¹⁷⁸ Ou como também conhecida pelo termo em inglês *Tunneling*, como bem se observa em ATASANOV, V.; BLACK, B.; CICCOTELLO, C. Law and tunneling. **Journal of Corporation Law**, v. 37, p.03, 2011.

O grau de separação entre propriedade e controle também parece estar ligado ao desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo estudiosos, países que possuem maior grau de separação entre propriedade e controle nas companhias abertas terão um mercado de capitais maior e mais líquido, realmente capaz de prover sua função básica, qual seja, a de possibilitar recursos para a atividade produtiva e a participação dos investidores nos lucros. Em contraposição, países em que a concentração da propriedade acionária predomina tendem a ter mercados incipientes, incapazes de funcionar como mola propulsora do desenvolvimento econômico. (2013, p. 18).

Outrossim e justamente, Bratton e McCahery¹⁷⁹ sustentam que existe uma relação inversa (ou *trade-off*) entre concentração da propriedade acionária e a liquidez dos mercados, sendo que há diversos trabalhos com análises empíricas que sustentam este entendimento.¹⁸⁰

Bocater,¹⁸¹ por seu turno, adverte que os acionistas minoritários se deparam com relevantes dificuldades no que concerna à defesa dos seus direitos, sustentando que:

Vários ilícitos praticados no mercado de valores mobiliários não chegam ao conhecimento dos investidores prejudicados, a menos que a entidade fiscalizadora os detecte e divulgue. São exemplos desses ilícitos a manipulação de preços e a utilização de informação privilegiada. Os investidores individuais não têm acesso às informações necessárias à apuração desses ilícitos, cabendo aos órgãos auto-reguladores (bolsas e entidades de balcão organizado) e à CVM a tarefa de proceder a essa apuração. Cabe lembrar que os investidores institucionais estão mais bem preparados para lutar por seus direitos do que pequenos investidores agindo isoladamente. Devido ao seu poder de pressão, conseguem algumas vezes obter acordos com administradores e controladores das companhias abertas, prevenindo danos ou alcançando soluções de composição de seus interesses, sem, entretanto, se preocupar com os outros investidores que estão na mesma posição. Cabe à CVM zelar para que os administradores e controladores de companhias abertas não quebrem o dever de lealdade que têm para com todos os acionistas e deem, portanto, a todos o mesmo tratamento. (BOCATER, 1999, p. 213).

E frise-se que tais dificuldades não se restringem a atingir os investidores que já possuem recursos aplicados no mercado de capitais, mas também (e muito

¹⁷⁹ BRATTON, W. W.; MCCAHERY, J. A. Incomplete contract theories of the firm and comparative governance. **Theoretical Inquiries in Law**, v. 2, p. 745-782, Jul, 2001. Disponível em: < eial.tau.ac.il/index.php/til/article/download/215/191>. Acesso em: 10 jan 2017.

¹⁸⁰ Para tanto constatar, ver: BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. In: CONSTANTINIDES, G. M., HARRIS, M.; STULZ, R.M. (Edt.) **Handbook of Economics Finance**. Amsterdam: Elsevier, 2003. [Capítulos 1-4].

¹⁸¹ BOCATER, M. I. R. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM: aperfeiçoamentos recentes. In: MOSQUERA, R. Q. (Org.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p. 213.

fortemente) os potenciais investidores, os quais se sentem desincentivados a aplicar seus recursos diante de tais características negativas, senão vejamos:

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

Isso significa que o mercado, por si só, não consegue atingir o máximo de eficiência, razão pela qual necessita da intervenção estatal no domínio econômico. Uma das soluções encontradas para corrigir as falhas de mercado consiste no aperfeiçoamento do marco regulatório, que contribui, ainda, para o aumento do grau de segurança e previsibilidade e, por conseguinte, para a redução dos custos de transação, facilitando as contratações. (JAKOBI; RIBEIRO, 2014. p. 110).

Nesse sentido, constata Proença que “[...] o cenário, porém, nunca foi estruturalmente positivo, sequer alicerçado em bases consistentes. Mesmo a legislação societária, na parte protetória dos investidores, sofreu um forte golpe no início das privatizações, ora recuperado com o advento da Lei nº 10.303, que reformou, em parte, a LSA [...]”.¹⁸²

Nesse ponto, a regulação não pode se furtar de assumir a sua legítima responsabilidade quanto a esta questão, como bem preceitua Eizerik *et al*:

Em companhias emissoras, tais conflitos existem quando os acionistas controladores ou administradores contratam negócios com as companhias, em benefício próprio ou de outras companhias nas quais também atuam. Os conflitos de interesse podem ser evitados mediante: a proibição de quaisquer vendas “casadas” e a imposição da segregação de atividades nas instituições financeiras (o chamado *chinese wall*); a vedação de negócios em que acionistas controladores ou administradores tenham interesses potencialmente conflitantes com os da emissora; ou mediante a revelação (*disclosure*) da existência de situação de conflito de interesses para o potencial prejudicado, em cada caso concreto.¹⁸³

Assim sendo, importante que tanto a legislação quanto a regulação consigam criar estruturas aptas a impedir a possibilidade da extração de benefícios privados do

¹⁸² PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 80.

¹⁸³ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 22.

controle, vez que não só comprometem a eficiência do mercado de capitais, bem como muito significativamente impedem o seu desenvolvimento, explicando, pelo menos em parte, o tamanho diminuto do mercado brasileiro.

E, frise-se, não só com ênfase em mecanismos de governança participativa, mas também em regras de acesso e saída do mercado de capitais, tanto por parte de companhias como investidores, especialmente visando a resguardar o valor dos seus recursos aplicados.¹⁸⁴

5.1.3.5 Autorregulação

Igualmente visando à combater problemas oriundas da assimetria informacional, não há como se deixar de mencionar hipóteses de arranjos institucionais criados pelos próprios agentes econômicos participantes do mercado (ou pelo próprio mercado) para debelar ou amenizar esse problema, como é o caso da criação do denominado “Novo Mercado” pela BM&FBOVESPA,¹⁸⁵ que, em

¹⁸⁴ Como, por exemplo, *tag along* de 100%, isto é, a garantia que o acionista minoritário receberá 100% do valor recebido por ação pelo controlador, no caso de alienação do controle. Pertinente registrar que a Lei das S.A. (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976) garante 80% (oitenta por cento) de *tag along*, como se vê: “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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 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. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”. Interessantes considerações sobre o instituto do *tag along* encontram-se em: PRADO, R. N. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A.:** *tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

¹⁸⁵ Especialmente considerando o processo de desmutualização da BM&FBOVESPA, pensamos que o mais correto é dizer que, no caso do “Novo Mercado”, trata-se de um mecanismo criado por agentes econômicos participantes do mercado e não pelo próprio mercado. Pertinente referir que o processo de desmutualização consistiu na transformação das bolsas de valores, então associações civis em uma sociedade por ações, iniciado pelas bolsas de valores nos EUA em 2006, sendo que, no Brasil, transformou a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) em uma sociedade anônima (inclusive tendo suas ações negociadas na própria BM&F BOVESPA), seguida da unificação com a Bolsa de Mercadorias

conformidade com a própria Instituição, trata-se do mais elevado padrão de Governança Corporativa,¹⁸⁶ onde as companhias listadas só podem emitir ações com direito de voto, isto é, as ações ordinárias (ON).¹⁸⁷

Por se tratar de uma mudança relevante na estrutura de capital das companhias, é mais comum que as empresas que decidam abrir o seu capital já tomem esta decisão de integrar o segmento especial de listagem do Novo Mercado durante esse processo.

Algumas de suas características são as seguintes: o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto; no caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%); em caso de “deslistagem” ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico; o Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos; a companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*); divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente; a empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito; necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.¹⁸⁸

e Futuros (BM&F). Para aprofundamento sobre o processo de desmutualização da BM&FBOVESPA, ver: BICHARA, K. R.; CAMARGOS, M. A. Desmutualização, abertura de capital e fusão da Bovespa e BM&F: uma análise das vantagens, desvantagens e consequências. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**, Ribeirão Preto, dez. 2011. Disponível em: https://www.fundace.org.br/artigos_racef/artigo_02_04_2011.pdf. Acesso em: 25 fev 2017.; bem como, para uma visão geral e não só do Brasil do processo de desmutualização, WARDE JÚNIOR, W. J. A desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 45, p. 128-137, out., 2006.

¹⁸⁶Veja-se: CUSCIANO, D.; SANO, F. P.; CURY, M. F. C. A. R.; PEREIRA, R. C. L. **Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2009.

¹⁸⁷Ainda sobre auto-regulação no mercado de capitais, oportuna obra de SOARES, M. Q. **Mercado de valores mobiliários: instrumentos de regulação e de auto-regulação**. Rio de Janeiro: Editora Juarez de Oliveira, 2003.

¹⁸⁸ Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp>. Acesso em: 10 jan. 2017.

Tais iniciativas efetivamente podem incrementar a atividade do mercado de capitais, o que, de fato, ainda que de forma não tão pronunciada,¹⁸⁹ ocorreu no caso brasileiro, uma vez que, além de proteger os direitos dos minoritários, proporciona maior transparência e alinhamento entre os interesses de controladores e minoritários.

Algumas ressalvas, neste tocante, devem ser feitas, como bem pontua Cusciano:

Contudo, a implementação efetiva ou ampliação dos poderes de entidades auto-reguladoras no cenário nacional encontra alguns desafios. Em resumo, pode-se dizer que são o de lidar com o problema da captura, do *enforcement* em caso de descumprimento do código auto-regulador, a desconfiança do agente investidor sobre um possível corporativismo e a falta de informações que demonstrem empiricamente que empresas que atuam sob normas provenientes da auto-regulação possuem maior transparência nas decisões, o que teoricamente permite ao investidor alocar de forma melhor os recursos. (2009. p. 104,105).

Evidentemente, não se desconhece o risco de captura:

Seria ingênuo pressupor que a regulação do mercado de capitais, como ocorre com a regulação de qualquer outra atividade econômica, visa apenas a atender objetivos de interesse público. Ao tratarmos dos objetivos da regulação do mercado de capitais, o que faremos em seguida, assumiremos que devem eles ser norteados pelo interesse público. Muitas vezes, porém, as normas reguladoras — e a própria atuação das agências reguladoras — conforme analisado pela “teoria da captura”, são “capturadas” por agentes do mercado, que obtêm legislação favorável aos seus interesses.

A teoria da “captura”, desenvolvida originalmente por cientistas políticos, considera que a regulação nada mais é do que uma resposta às demandas de grupos de interesse organizados, cada um deles atuando para maximizar os interesses de seus membros; ao longo do tempo, as agências reguladoras tenderiam a ser capturadas pelas indústrias reguladas, que constituem usualmente os grupos de pressão mais fortes e com mais recursos a exercer o “lobby” sobre os processos de elaboração e aplicação da lei.

A “captura” surge principalmente quando os beneficiários pela regulação são difusos, enquanto os prejudicados são concentrados. Em tal situação, as agências reguladoras podem ser mais sensíveis aos interesses bem definidos dos regulados — e prejudicados — com determinada medida do que com os seus beneficiários difusos. Assim, em princípio, órgãos reguladores verticais, como são as agências setoriais de infra-estrutura, são mais suscetíveis à captura do que burocracias especializadas horizontais, responsáveis pela supervisão de mais de um setor da economia. As agências reguladoras do mercado de capitais, encarregadas da supervisão de um determinado setor da atividade econômica, podem, em princípio, ser mais facilmente capturadas do que entidades que supervisionam diversos setores

¹⁸⁹ Para tanto, ver: CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. **Revista de Gestão**, v. 17, n. 2, art. 5, p. 189-208, 2010.

da economia, como são os órgãos que tratam da repressão aos abusos do poder econômico ou da defesa dos consumidores.¹⁹⁰

De qualquer forma, importante considerar que ainda é um fenômeno a se desenvolver e amadurecer, especialmente no Brasil, o que faz revelar a redobrada importância da regulação.

5.1.3.6 Hipossuficiência Informacional e Categorias de Investidores

Imperioso reconhecer que dentre as diversas espécies de agentes econômicos que atuam ou potencialmente podem atuar no mercado de capitais (estes notadamente os investidores) pode existir um desnível informacional bastante significativo, capaz de ensejar a insurgência dos problemas decorrentes da assimetria informacional, inclusive àqueles já apontados anteriormente, como os casos das relações de agente-principal ou também chamados de problemas de agência.

Desta forma, importante que o tratamento legal e o regime regulatório dispensados sejam capazes de impedir o surgimento de comportamentos oportunistas, da mesma forma que a ocorrência de prejuízos em razão do puro e simples desconhecimento do efetivo funcionamento do mercado de capitais, que é, por vezes, bastante complexo, escalonável e mesmo volátil, como ocorre, por exemplo, nas operações alavancadas no mercado de opções.

Não é por outro motivo a categorização de investidores estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários, recentemente revista por meio da Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014 (CVM, 2014b). Nesse sentido, os investidores profissionais são caracterizados, entre outros critérios subjetivos listados nas alíneas I a VIII, excetuada a alínea IV, por critério objetivo, que, em essência, determina que são aquelas pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidores profissionais mediante termo próprio, como se pode observar da redação da norma:

Art. 9º- A São considerados investidores profissionais:

¹⁹⁰ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 15-16.

- I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
- II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;
- V – fundos de investimento;
- VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;
- VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;
- VIII – investidores não residentes. (CVM, 2014b).

Não obstante, os investidores qualificados, além dos investidores profissionais acima referidos, são definidos como aquelas pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, como se pode observar também dos termos da Instrução:

Art. 9º- B São considerados investidores qualificados:

- I – investidores profissionais;
- II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;
- III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e
- IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados. (CVM, 2014b).

Contudo, parece-nos que a definição de investidores profissionais e qualificados, ainda mais nos moldes propostos, nos quais se dá demasiada ênfase na capacidade financeira e não no efetivo conhecimento do funcionamento do mercado de capitais, revela-se insuficiente para impedir o surgimento de comportamentos oportunistas, bem como, ainda mais ineficazmente, para ensejar a sensação de segurança jurídica e credibilidade quanto ao funcionamento do mercado de capitais, a fim de estimular potenciais investidores a aplicarem seus recursos.

Outrossim, parece-nos fundamental que a jurisprudência pátria reconheça tais peculiaridades derivadas da assimetria informacional existente no mercado de

capitais, até mesmo para que possa se desenvolver uma cultura de aplicação em valores mobiliários (portanto, de captação da poupança pública para o desenvolvimento de empreendimentos), que pode ser benéfica não só para os investidores como para o crescimento econômico do País.

Por conseguinte, há que haver a disseminação também da cultura de proteção ao investidor, o que entendemos passar por se reconhecer a aplicação do Código de Defesa dos Consumidores (BRASIL, 1990) em algumas hipóteses, desde que, é claro, preenchidos os requisitos necessários.

Acertadamente a tendência da jurisprudência pátria, ao que parece, é justamente nesse sentido, muito embora algumas dissonâncias, que esperamos sejam devidamente suplantadas, como se pode observar dos julgados a seguir apontados, apresentados em ordem cronológica, independentemente de hierarquia:

APELAÇÃO CÍVEL. CORRETAGEM. APLICAÇÃO NA BOLSA DE VALORES. AÇÃO INDENIZATÓRIA POR DANOS MATERIAIS E MORAIS. I. No caso em tela restou reconhecida que a relação entre as partes é de consumo, logo cabível a inversão do ônus da prova. II. O agente financeiro deve informar ao cliente/investidor todos os riscos da operação, que só pode ser realizada mediante a ciência e aprovação do cliente/investidor, que age por sua conta e risco. Caso concreto em que a demandada não demonstrou que a autora autorizou ou ordenou as aplicações feitas em seu nome, que terminaram por ocasionar prejuízo financeiro. Cabível, portanto, a restituição dos valores investidos e a indenização decorrente de ações, dividendos e juros sobre capital próprio. III. Em que pese a pessoa jurídica possa sofrer dano moral, esta somente se admite em relação a honra objetiva. E, no caso concreto, não se verifica lesão à honra objetiva da pessoa jurídica, que justifique reparação. IV. Sentença reformada. Sucumbência redimensionada. DERAM PARCIAL PROVIMENTO AO RECURSO. UNÂNIME. (Apelação Cível Nº 70061223509, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Ergio Roque Menine, Julgado em 05/11/2015).

AGRAVO DE INSTRUMENTO. AÇÃO ORDINÁRIA DE INDENIZAÇÃO. OPERAÇÃO NA BOLSA DE VALORES. DENUNCIÇÃO À LIDE. CDC. A relação entre o investidor e a operadora no mercado de bolsa de valores é de consumo, aplicando-se o CDC. Descabimento da denúncia à lide. Aplicação do art. 88 do CDC. Precedentes. AGRAVO DE INSTRUMENTO DESPROVIDO. (Agravado de Instrumento Nº 70065086407, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Catarina Rita Krieger Martins, Julgado em 16/07/2015).

APELAÇÃO CÍVEL. CORRETAGEM. APLICAÇÃO NA BOLSA DE VALORES. AÇÃO DE RESCISÃO CONTRATUAL C/C RESTITUIÇÃO DE VALORES. I. Tratando-se de relação de consumo e demonstrada a verossimilhança das alegações da autora, cabível a inversão do ônus da prova. II. O agente financeiro deve informar ao cliente/investidor todos os riscos da operação, que só pode ser realizada mediante a ciência e aprovação do cliente/investidor, que age por sua conta e risco. Caso concreto em que a demandada não demonstrou que a autora autorizou as diversas

aplicações feitas em seu nome, que terminaram por ocasionar prejuízo financeiro. Cabível, portanto, a restituição dos valores investidos. III. Dano moral. Para que seja configurado é necessário que a pessoa seja exposta a uma situação vexatória, aquela decorrente de uma experimentação fática grave, invasiva da dignidade da pessoa, e não consequências outras decorrentes de uma relação meramente contratual ou de percalços do cotidiano. IV. Punitive damage. Não cabimento. Instituto criado pelo direito norte americano, que tem sido utilizado em alguns julgados desta Corte para fins de quantificação da indenização por dano moral e não como outra espécie de modalidade indenizatória. DERAM PARCIAL PROVIMENTO AO RECURSO. UNÂNIME. (Apelação Cível Nº 70059226720, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Ergio Roque Menine, Julgado em 11/06/2015).

APELAÇÃO CÍVEL. INDENIZAÇÃO POR DANO MATERIAL. AUTORIZAÇÃO DE OPERAÇÕES EM BOLSAS DE VALORES. ILEGITIMIDADE DOS AGENTES AUTÔNOMOS AFASTADA. Os agentes autônomos são parte legítima para figurarem no polo passivo. Autorizou a apelante, por seu representante, a corretora a realizar, por conta e ordem dele, operações nos mercados à vista e de liquidação futura administrados pela Bolsa de Valores, ordens escritas recebidas por carta, e-mail, telex, fac-símile e pela internet e verbais, via telefônica, bem como autorizou a corretora a gravar suas ligações. Também nomeou e constituiu procuradora para o fim especial de representar a outorgante perante a corretora, com poderes específicos elencados na fl. 160. Ainda que a corretora não tenha trazido toda a documentação e gravações em CD, juntou aos autos prova suficiente para comprovar que a procuradora constituída tinha contato diário com seus agentes e de que seu representante legal acompanhava regularmente as transações realizadas através do "Home Broker", não podendo alegar desconhecimento das operações realizadas. Aplica-se o CDC, pois a apelada, na condição de instituição que atua no mercado de ações, é prestadora desses serviços, sujeitando-se ao art. 3º, § 2º dessa legislação. Aplica-se ao caso o disposto no art. 6º, VIII, do CDC, que estabelece a inversão do ônus da prova nas contratações que envolvem as partes, face à hipossuficiência da apelante frente à apelada. Apesar da não inversão do ônus da prova, a documentação e gravação juntada pela apelada são suficientes para comprovar que a autora/apelante possuía pleno conhecimento das operações realizadas, com autorização através de sua procuradora, uma vez que essa detinha poderes para atuar junto à corretora, merecendo destaque que as transações foram acompanhadas pelo sócio que representa a empresa apelante. Não há nenhum indício de prova do não recebimento das informações das operações realizadas pela Corretora. Honorários mantidos, pois fixados na forma do art. 20, § 4º do CPC. APELO DESPROVIDO. (Apelação Cível Nº 70059881375, Décima Quinta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Munira Hanna, Julgado em 13/05/2015).

AGRAVOS DE INSTRUMENTO JULGADOS EM CONJUNTO. AÇÃO ORDINÁRIA DE REPARAÇÃO DE DANOS MATERIAIS E MORAIS. BOLSA DE VALORES. RELAÇÃO DE CONSUMO CONFIGURADA. CABIMENTO DA INVERSÃO DO ÔNUS DA PROVA. PRECEDENTES. A relação entre o investidor e a operadora no mercado de bolsa de valores é de consumo, aplicando-se o Código de Defesa do Consumidor nacional, mostrando-se possível, no caso concreto, a inversão do ônus da prova. RECURSOS DESPROVIDOS. (Agravo de Instrumento Nº 70058380072, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Catarina Rita Krieger Martins, Julgado em 19/12/2014).

APELAÇÃO CÍVEL. CORRETAGEM. APLICAÇÃO NA BOLSA DE VALORES. AÇÃO DE RESCISÃO CONTRATUAL C/C RESTITUIÇÃO DE VALORES. No caso em tela restou reconhecida que a

relação entre as partes é de consumo, logo cabível a inversão do ônus da prova. Sendo assim, os agentes devem informar aos clientes/investidores todos os riscos da operação, que só pode ser realizada mediante a ciência e aprovação do cliente/investidor, que age por sua conta e risco. Caso concreto em que, as demandadas não demonstraram que o autor autorizou as diversas aplicações feitas em seu nome, que terminaram por ocasionar prejuízos de monta. DERAM PROVIMENTO AO APELO. UNÂNIME. (Apelação Cível Nº 70051559136, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Ergio Roque Menine, Julgado em 05/12/2013).

AGRAVO DE INSTRUMENTO. DECISÃO MONOCRÁTICA. CORRETAGEM. BOLSA DE VALORES. ELEIÇÃO DE FORO. COMPETÊNCIA. Os contratos de intermediação por corretagem nas operações de compra e venda de valores mobiliários, ainda que entendidos como contratos de prestação de serviços, não são regidos pelo Código de Defesa do Consumidor, pois ausente a figura do consumidor final na pessoa do intermediador dos serviços. NEGADO SEGUIMENTO AO AGRAVO DE INSTRUMENTO. (Agravado de Instrumento Nº 70050973908, Décima Quinta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Ana Beatriz Iser, Julgado em 01/11/2012).

PROCESSO CIVIL E CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL. COTEJO ANALÍTICO E SIMILITUDE FÁTICA. AUSÊNCIA. CONTRATO BANCÁRIO. FUNDOS DE INVESTIMENTO. DEVER DE INFORMAÇÃO. ART. 31 DO CDC. TRANSFERÊNCIA DOS VALORES INVESTIDOS PARA BANCO NÃO INTEGRANTE DA RELAÇÃO CONTRATUAL. CONHECIMENTO DO CLIENTE. MERA PRESUNÇÃO. AUSÊNCIA DE ANUÊNCIA EXPRESSA. INTERVENÇÃO BACEN NO BANCO SANTOS S/A. INDISPONIBILIDADE DAS APLICAÇÕES. RESPONSABILIDADE DO BANCO CONTRATADO. OCORRÊNCIA. RESSARCIMENTO DOS VALORES DEPOSITADOS.

1. A ausência de decisão acerca dos dispositivos legais indicados como violados, não obstante a interposição de embargos de declaração, impede o conhecimento do recurso especial.
2. O dissídio jurisprudencial deve ser comprovado mediante o cotejo analítico entre acórdãos que versem sobre situações fáticas idênticas.
3. O princípio da boa-fé e seus deveres anexos devem ser aplicados na proteção do investidor-consumidor que utiliza os serviços de fornecedores de serviços bancários, o que implica a exigência, por parte desses, de informações adequadas, suficientes e específicas sobre o serviço que está sendo prestado com o patrimônio daquele que o escolheu como parceiro.
4. O redirecionamento das aplicações do recorrente ao fundo gerido pelo Banco Santos S/A. configura-se operação realizada pela instituição bancária fora de seu compromisso contratual e legal, que extrapola, por essa razão, a alea natural do contrato. Essa situação não pode ser equiparada, a título exemplificativo, ao risco de que o real se desvalorize frente ao dólar ou de que determinada ação sofra uma queda abrupta na bolsa de valores, pois não se pode chamar de risco, a desonerar a instituição bancária de sua responsabilidade, o que foi sua própria escolha, elemento volitivo, com o qual o conceito de risco é incompatível.
5. Não estando inserida na alea natural do contrato a aplicação junto ao Banco Santos S/A do capital investido pelo recorrente enquanto correntista da instituição financeira recorrida, a mera presunção de conhecimento ou anuência acerca desses riscos não é fundamento para desonerar a instituição bancária da obrigação de ressarcir ao consumidor-investidor os valores aplicados. Deve restar demonstrada a autorização expressa quanto à finalidade pretendida, ônus que cabe ao banco e do qual, na espécie, não se desincumbiu.

6. Recurso especial provido para condenar o recorrido a restituir ao recorrente os valores depositados. Ônus da sucumbência que se inverte. (REsp 1131073/MG, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 05/04/2011, DJe 13/06/2011).

AGRAVO DE INSTRUMENTO. EXCEÇÃO DE INCOMPETÊNCIA. SERVIÇO DE CORRETAGEM JUNTO À BOLSA DE VALORES. APLICAÇÃO DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. POSSIBILIDADE DE AJUIZAMENTO NO FORO DO DOMICÍLIO DO CONSUMIDOR. AGRAVO DESPROVIDO. (Agravo de Instrumento Nº 70040051773, Nona Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Marilene Bonzanini, Julgado em 30/03/2011).

AGRAVO DE INSTRUMENTO. CORRETAGEM. AÇÃO DE RESCISÃO DE CONTRATO. EXCEÇÃO DE INCOMPETÊNCIA JULGADA PROCEDENTE. Contrato, de cunho padronizado, para realização de operações nos mercados administrados por bolsa de valores, bolsa de mercadorias, entidade do mercado de balcão organizado ou via Internet. Imperativa a aplicação do Código Consumerista ao caso, pois a agravada deveria prestar serviços ao agravante, impondo-se considerar o autor como consumidor, nos termos do art. 2º, daquela legislação. Conseqüentemente, a cláusula que instituiu a Comarca de São Paulo como foro competente para dirimir controvérsias acerca da relação contratual mostra-se nula (art. 51, do CDC). Outrossim, de acordo com o art. 94, § 4º, do CPC, havendo dois ou mais réus, com diferentes domicílios, serão demandados no foro de qualquer deles, à escolha do autor. Agravo de instrumento provido, em decisão monocrática. (Agravo de Instrumento Nº 70034852350, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Marco Aurélio dos Santos Caminha, Julgado em 03/03/2010).

AGRAVO INTERNO. CORRETAGEM. AÇÃO DE RESCISÃO DE CONTRATO. EXCEÇÃO DE INCOMPETÊNCIA JULGADA PROCEDENTE. Contrato, de cunho padronizado, para realização de operações nos mercados administrados por bolsa de valores, bolsa de mercadorias, entidade do mercado de balcão organizado ou via Internet. Imperativa a aplicação do Código Consumerista ao caso, pois a agravada que figura como contratada no pacto deveria prestar serviços ao agravante, impondo-se considerar o autor como consumidor, nos termos do art. 2º, daquela legislação. Conseqüentemente, a cláusula que instituiu a Comarca de São Paulo como foro competente para dirimir controvérsias acerca da relação contratual mostra-se nula (art. 51, do CDC). Outrossim, de acordo com o art. 94, § 4º, do CPC, havendo dois ou mais réus, com diferentes domicílios, serão demandados no foro de qualquer deles, à escolha do autor. Agravo interno desprovido. (Agravo Nº 70035189828, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Marco Aurélio dos Santos Caminha, Julgado em 15/04/2010).

AGRAVO DE INSTRUMENTO. CORRETAGEM. AÇÃO DE RESCISÃO DE CONTRATO. EXCEÇÃO DE INCOMPETÊNCIA JULGADA PROCEDENTE. Contrato, de cunho padronizado, para realização de operações nos mercados administrados por bolsa de valores, bolsa de mercadorias, entidade do mercado de balcão organizado ou via Internet. Imperativa a aplicação do Código Consumerista ao caso, pois a agravada que figura como contratada no pacto deveria prestar serviços ao agravante, impondo-se considerar o autor como consumidor, nos termos do art. 2º, daquela legislação. Conseqüentemente, a cláusula que instituiu a Comarca de São Paulo como foro competente para dirimir controvérsias acerca da relação contratual mostra-se nula (art. 51, do CDC). Outrossim, de acordo com o art. 94, § 4º, do CPC, havendo dois ou mais réus, com diferentes domicílios, serão demandados no foro de qualquer deles, à escolha do autor. Agravo de

instrumento provido, em decisão monocrática. (Agravo de Instrumento Nº 70034851444, Décima Sexta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Marco Aurélio dos Santos Caminha, Julgado em 02/03/2010).

Diante do exposto, inafastável salientar que a matéria aqui tratada é de suma importância tanto para indivíduos diretamente envolvidos nas hipóteses as quais ora se versam, quanto para o sistema financeiro de modo geral, especialmente para o mercado de capitais nacional, o qual nos últimos tempos veio a ganhar relevo e sobremaneira importância, decorrente do desenvolvimento do País e da consequente necessidade e surgimento de alternativas mais modernas e eficientes de investimento e financiamento para as empresas, bem como, por outro lado, de aplicação para os indivíduos, de acesso democrático e igualitário;¹⁹¹ tendo, contudo, havido rápida remissão de grande parte do seu crescimento justamente em decorrência de problemas de informação assimétricas, como, por exemplo, nos casos da Petrobrás e do grupo EBX (ligadas à Eike Batista).

Por conseguinte, importante ressaltar, em decorrência, sobremaneira, dos problemas decorrentes da informação assimétrica, os mercados devem ser rigidamente fiscalizados e regulados, além de enfrentados tais problemas tanto pelos reguladores quanto pelo Judiciário com plena ciência das particularidades que são provenientes da assimetria informacional, a fim de que os seus efeitos nocivos não reduzam ou mesmo impossibilitem o desenvolvimentos destes modernos mercados, que são tão necessários para o avanço econômico e social, o que, infelizmente, ainda não ocorreu plenamente na realidade brasileira.

Nesse sentido, aliás, importante reiterar que o problema da informação assimétrica pode resultar no surgimento de outras falhas de mercado, inclusive quando se pretende justamente combatê-la, acarretando, assim, o aumento ou mesmo surgimento de custos de transação.

Outrossim, possível é a ocorrência de externalidades negativas, que muitas vezes comprometem todo o mercado financeiro, e não só às partes diretamente participantes das relações contratuais específicas, especialmente quando os mercados deixam mesmo de se desenvolver ou permanecer em níveis subótimos, isto é, equilíbrios baixos e ineficientes, muito aquém das efetivas potencialidades.

¹⁹¹ Sobre o tema, oportuno: ROCA, C. A. **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. 2. ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002.

Portanto, imperioso que seja assegurada transparência e a atenta observância dos problemas decorrentes da assimetria informacional, para o que a comunidade jurídica deve estar devidamente preparada, a fim de que tais mercados possam efetivamente funcionar de modo profícuo e representar fontes de progresso e crescimento econômico, afastando-se os graves problemas decorrentes das reiteradamente observadas más práticas de alguns operadores destas espécies de sistemas de vital importância, especialmente decorrentes dos problemas de seleção adversa, risco moral e das relações de agente-principal, como visto recentemente e com contundência no cenário internacional.

Aliás, importa salientar que os exemplos acima dizem respeito apenas há alguns poucos casos em que o problema da assimetria informacional se faz presente, sendo que, todavia, pode ser encontrado na maior parte das relações contratuais e mesmo frequentemente no âmbito do mercado de capitais, mas que, todavia, nem sempre são facilmente identificáveis, até mesmo porque, em muitas hipóteses, sequer os prejuízos são aparentes, porém ocultos, até mesmo porquanto se referem a ineficiências, ou seja, resultados aquém das potencialidades, os quais podem ser efetivamente muito maiores do que aqueles que se revelam aos olhos.¹⁹²

Assim, buscou-se trazer à tona a temática da informação assimétrica, especialmente aplicada ao mercado de capitais, a qual muito embora ainda não seja plenamente identificada e debatida no Brasil, vem recebendo cada vez maior atenção, principalmente em razão das graves e perniciosas consequências que pode ocasionar.

Dessa forma, conforme se objetivou demonstrar, uma vez compreendido o problema e os seus limites, é possível que o Direito e principalmente a atividade regulatória destinada a disciplinar o fenômeno em questão, qual seja, o mercado de capitais, poderão ser ainda melhor aplicados com o intuito de mitigar os efeitos nocivos das diversas espécies de problemas decorrentes da assimetria informacional, de modo a trazer maior eficiência econômica e bem-estar, seja individual como social.

Ainda, há que se atentar para o problema da assimetria informacional, a fim de que as normas jurídicas sejam estruturadas e aplicadas de forma a atingir, com maior eficácia, os objetivos para os quais são erigidas, além de se desenharem arranjos institucionais que possam atingir os fins e valores efetivamente pretendidos.

¹⁹² Exemplo dessa hipótese se refere aos custos econômicos, que se diferem dos custos meramente contábeis, vez que englobam também os custos de oportunidade.

6 OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Conforme Ronald Coase buscou demonstrar em seu seminal artigo *The Problem of Social Cost*,¹⁹³ na ausência de custos pela utilização do sistema de mercado, cada bem seria apropriado pelo indivíduo que mais o valorasse, ou seja, os recursos seriam alocados onde possuíssem as suas mais eficientes destinações, indicando, portanto, que a negociação privada, corolário dos princípios da autonomia privada e da liberdade contratual, conduziria a situações de eficiência.

Entretanto, *contrario sensu*, permite inferir que os custos referentes à utilização dos mercados podem não ser desprezíveis, ou melhor, devem ser devidamente considerados, sendo que, dependendo da magnitude dos mesmos, pode ocorrer que a negociação privada, por si só, não consiga promover as trocas mutuamente vantajosas ou potencialmente realizáveis, de modo a não conduzir a situações de eficiência. Nesse sentido, os custos pela utilização do mercado (custos de transação) podem dificultar ou mesmo impossibilitar a ocorrência destas trocas e, por conseguinte, o alcance de situações de eficiência e, conseqüentemente, do bem-estar social e mesmo individual.

Assim sendo, mais uma vez é forçoso reconhecer que o sistema de mercado, sem qualquer espécie de regulação, pode não levar a situações de eficiência, isto é, pode resultar em situações onde se esteja aquém das possibilidades de efetivo aproveitamento,¹⁹⁴ ou seja, sem se exaurirem as capacidades correspondentes às circunstâncias verificadas. E, neste ponto, é o Direito, mais uma vez, que entendemos poder atuar para trazer maior eficiência a esses contextos, não de modo a indicar o quê ou de quê forma os agentes econômicos deveriam querer ou mesmo como usufruir os bens ou recursos que lhes tocam e interessam,¹⁹⁵ mas sim proporcionando um cenário onde os mercados, entendidos aqui como produtos sociais, possam funcionar da melhor forma possível, a fim de que os indivíduos consigam realizar e exaurir todas

¹⁹³ Para maior aprofundamento, ver: (COASE, 1960).

¹⁹⁴ Situações de equilíbrio ineficiente.

¹⁹⁵ Obviamente que sob a égide da legalidade e, portanto, dentro dos limites (*boundaries*) dos mercados instituídos pelo próprio Estado, que através da legitimidade que a democracia lhe confere, determina a circunscrição dos mercados e as balizas prévias para o comportamento dos agentes econômicos, isto é, as regras do jogo. Sobre o assunto, interessante consultar: MARTIN, A. G. The limits of liberalism: good boundaries must be discovered. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2812146>>. Acesso em: 03 fev 2017. Outrossim: (TRINDADE, 2013).

as trocas que lhes sejam mutuamente vantajosas, superando-se as falhas de mercado e, entre elas, os custos de transação.

Dessa forma, considerando-se os custos de transação como sendo uma das espécies das falhas de mercado, ainda que entendidos como subproduto de outras das falhas de mercado existentes, é imprescindível para o estudo do Direito, que se tenha adequada compreensão da sua existência, do seu alcance e das consequências dessa inegável realidade, vez que se encontra presente em quase todos os contextos de negociação e intercâmbio que se estabelecem entre os indivíduos e agentes econômicos de modo geral.

Mais, há que se considerar, conforme o entendimento aqui sustentado, que os custos de transação, após a informação assimétrica, são a espécie de falha de mercado com maior relevância para o mercado de capitais, inclusive como subproduto ou como decorrência de *trade-off's* (trocas) referentes a outras falhas de mercado, isto é, surgidos em razão da adoção de medidas para combater as demais falhas de mercado. De qualquer modo, o adequado manejo dos custos de transação pode promover, efetivamente, eficiência econômica para o mercado de capitais e para os agentes econômicos que nele atuam, notadamente ao transformar o sistema menos friccional.

Portanto, os custos de transação não podem deixar de ser ponderados quando se pretenda analisar situações que envolvam relações de intercâmbio, o que não é diferente no caso do mercado de capitais; ao contrário do que outrora ocorreu, não propriamente por negligenciamento, mas devido, sobretudo, pela ausência de identificação específica e estruturação da temática ora sob foco, sob pena de se proceder-se a análises incompletas.

Sem a sua admissão e ponderação, torna-se tormentoso e quiçá mesmo impossível promover melhorias nesse campo, e é por isso que se faz necessário analisar o problema dos custos de transação, assim como investigar de que forma o Direito, e aqui especialmente a regulação, pode impedir ou diminuir os seus efeitos nocivos. Ou seja, o Direito pode, entre outros objetivos, facilitar e lubrificar o funcionamento do sistema de mercado, corrigindo as denominadas falhas de mercado e, entre elas, os indigitados custos de transação.

6.1 CONCEITO DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO

A concepção da ideia da existência de custos de transação já podia ser identificada no trabalho do economista John Rogers Commons, pertencente à Escola Institucionalista, intitulado *Institutional Economics*, de 1931, como se observa da seguinte passagem, *in verbis*:

These individual actions are really trans-actions instead of either individual behavior or the "exchange" of commodities. It is this shift from commodities and individuals to transactions and working rules of collective action that marks the transition from the classical and hedonic schools to the institutional schools of economic thinking. The shift is a change in the ultimate unit of economic investigation. The classic and hedonic economists, with their communistic and anarchistic offshoots, founded their theories on the relation of man to nature, but institutionalism is a relation of man to man. The smallest unit of the classic economists was a commodity produced by labor. The smallest unit of the hedonic economists was the same or similar commodity enjoyed by ultimate consumers. One was the objective side, the other the subjective side, of the same relation between the individual and the forces of nature. The outcome, in either case, was the materialistic metaphor of an automatic equilibrium, analogous to the waves of the ocean, but personified as "seeking their level." But the smallest unit of the institutional economists is a unit of activity -- a transaction, with its participants. Transactions intervene between the labor of the classic economists and the pleasures of the hedonic economists, simply because it is society that controls access to the forces of nature, and transactions are, not the "exchange of commodities," but the alienation and acquisition, between individuals, of the rights of property and liberty created by society, which must therefore be negotiated between the parties concerned before labor can produce, or consumers can consume, or commodities be physically exchanged. (COMMONS, 1931, p. 648-657).

Outrossim, importante ressaltar que comumente se imagina que Coase tenha cunhado o termo Custos de Transação, utilizando-o para desenvolver um quadro teórico destinado a prever quando determinadas tarefas econômicas seriam realizadas internamente pelas empresas e quando seriam realizadas no âmbito dos mercados.¹⁹⁶ No entanto, o termo é ausente dos seus primeiros trabalhos até os anos 1970. Contudo, enquanto não utilizava o termo específico, Coase discutia os "custos de utilização do mecanismo de preços" em seu artigo de 1937, "*The Nature of the Firm*",¹⁹⁷ no qual primeiramente abordou o conceito de custos de transação, para então, em seu trabalho

¹⁹⁶ KLAES, M. History of transaction costs. *In*: THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS. 2. ed. [s.l.]: [s.n.], 2008.

¹⁹⁷ (COASE, 1937).

mais notório, “*The Problem of Social Cost*”,¹⁹⁸ referir-se aos mesmos como "custos de transações de mercado".¹⁹⁹

A expressão específica "custos de transação" pode ser encontrada na literatura de Economia Monetária da década de 1950, sendo que, todavia, parece não ter sido conscientemente criada por qualquer autor em particular.²⁰⁰ De qualquer forma, indiscutivelmente, a idéia de custos de transações se tornou mais conhecida através do trabalho do Economista Oliver Eaton Williamson,²⁰¹ intitulado justamente Custos de Transação.

Hodiernamente, a concepção de custos de transação é utilizada para explicar uma série de elementos e aspectos que dificultam a circulação de riqueza entre os agentes econômicos. Muitas vezes, tal tarefa envolve considerar como transações não só os casos mais evidentes de transações econômicas, onde existe efetiva circulação de riquezas, mas também as hipóteses concernentes a outras espécies mais coloquiais de interação, incluindo relações pessoais.

Na literatura, encontra-se a utilização da expressão custos de transação com diferentes níveis de abrangência. Steven Ng-Sheong Cheung²⁰² definiu amplamente os custos de transação como quaisquer custos que não são concebíveis em uma "*economia de Robinson Crusoe*"; em outras palavras, todos os custos que surgem devido à existência de instituições, entre elas, do próprio sistema de mercado, incluindo-se aqueles custos que se verificam no interior das empresas privadas.²⁰³ Para

¹⁹⁸ (COASE, 1960).

¹⁹⁹ O chamado Teorema de Coase surgiu a partir da expressão cunhada por George J. Stigler em sua obra “*The theory of price*”, a partir da análise do trabalho de Ronald Coase, “*The problem of social cost*”, como se vê em: STIGLER, G. J. *The Theory of Price*. 3.ed. New York: Macmillan, 1966.

²⁰⁰ KISSELL, R.; GLANTZ, M.; MALAMUT, R. **Optimal Trading Strategies**: quantitative approaches for managing market impact and trading risk. [S.l.]: AMACOM, 2003. p. 1-23.

²⁰¹ Oliver Eaton Williamson, economista estadunidense que se notabilizou pelos seus trabalhos referentes aos custos de transação e a teoria da firma. Foi agraciado com o Prêmio Nobel de Economia em 2009, conjuntamente com Elinor Ostrom, pela análise da governança econômica, especialmente sobre os limites da firma. Leciona na Universidade da Califórnia, em Berkeley.

²⁰² Steven Ng-Sheong Cheung é um economista nascido em Hong Kong, com formação e atuação principal nos EUA, tendo sido um dos primeiros a introduzir, na China, conceitos da Escola de Chicago, especialmente da Teoria dos Preços. Seus trabalhos focaram-se, principalmente, na temática dos custos de transação e nos direitos de propriedade, seguindo a abordagem da Nova Economia Institucional.

²⁰³ Muito embora na atual Teoria Econômica da Empresa, os custos internos são considerados integrantes dos custos de produção (verticalizados), em oposição aos custos de transação, que se dão entre os agentes econômicos (horizontalmente), como, por exemplo, empresa e fornecedor externo (relação contratual, ainda que, muitas vezes, com particulares características, como ocorre nos chamados contratos relacionais).

Cheung, os custos de transação também podem ser chamados de "custos institucionais".²⁰⁴

Nesse sentido, as investigações realizadas buscam identificar quais são os tipos de instituições e formas de organização, especialmente no que concerne à estruturação dos mercados, das empresas e dos agentes econômicos em geral, inclusive estatais e políticos, inclusive quanto aos seus processos internos, que podem minimizar os custos de transação derivados da produção e distribuição de bens e serviços, facilitando a circulação de riquezas. Essa abordagem é frequentemente chamada de Nova Economia Institucional.

Assim sendo, o conceito de custos de transação revela-se fundamental para a denominada Teoria Neo-Institucionalista, seja na definição do Direito e também na sua aplicação. Portanto, os custos de transação constituem os custos de realização e cumprimento de transações ou trocas de utilidade, na realização de qualquer negócio jurídico, pelo que os agentes econômicos necessariamente terão que considerá-los para a tomada de decisão.

Porém, a franca maioria dos economistas restringe a definição para excluir os custos internos das organizações (custos de verticalização).²⁰⁵ A mais moderna definição, paralela à concepção original de Coase, compreende os custos de transação como os custos incorridos pela utilização do mecanismo de preços, como uma espécie de taxa pela utilização do sistema de mercado.

Assim, sucintamente, podem-se definir os custos de transação como aqueles custos que se incorre para que sejam realizados os intercâmbios de interesses e, no que aqui é mais pertinente, para a utilização do sistema de mercado, sendo que, importa esclarecer, não correspondem aos valores atinentes aos interesses negociados. Em outras palavras, é o custo de se participar do mercado, não estando incluídos aí os custos referentes aos bens em si transacionados. Ou seja, são todos aqueles custos que estão acima e além dos interesses (bens e serviços) efetivamente transacionados.

Conforme Cooter e Ullen (2010), quanto maior for o acesso e publicação das informações, menos onerosos serão os processos de contratação e mesmo de execução de tais pactos, isso porque as partes conhecem os seus valores de ameaça, pelo que

²⁰⁴ CHEUNG, S. N. S. Economic organization and transaction costs. *In: THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS*. v. 2. [s.l.]: [s.n.], 1987. p. 55-58

²⁰⁵ DEMSETZ, H. Ownership and the Externality Problem. *In: ANDERSON, T. L.; MCCHESENEY, F. S. (Ed.). Property Rights: cooperation, conflict, and law*. Princeton: Princeton University, 2003.

poderão então calcular, com maior facilidade, condições razoáveis para a solução cooperativa. Assim, em regra, a informação pública (aquela que as partes conhecem os valores e probabilidades) facilita a pactuação, tornando as negociações mais simples. Por outro lado, as negociações tendem a ser mais difíceis e custosas quando existe maior quantidade de informação a privada (aquelas conhecidas apenas por uma das partes), uma vez que as partes necessitarão investir recursos para tentar obtê-las e, então, tentarem chegar a ajustes que sejam admitidos pelos envolvidos.²⁰⁶

Guestrin²⁰⁷ adverte que os custos de transação relevantes impedem ou dificultam a formação de preços em condições de eficiência, o que implica na utilização de elementos de correção, os quais também podem acarretar consequências, tanto sobre a eficiência quanto sobre a equidade. E essa correção se dá, preponderantemente, pelo Direito, incluindo a regulação, que, portanto, as soluções prescritas devem ser devidamente ponderadas e sopesadas.

Nessa esteira, desde já importa ponderar que ainda que se objetive a redução dos custos de transação, é muito provável que pelo menos parcela desses custos, ainda que ínfima, poderá não ser afastada, porquanto tais custos são da essência do sistema de mercado, como são aqueles concernentes, sobremaneira, à negociação. Todavia, todos aqueles custos que se enquadram sob a rubrica de custos de transação e que podem ser evitados, isto é, que consubstanciam desperdícios de recursos, oriundos de fricções ou ruídos que ocorrem no sistema de mercado, frutos de arestas passíveis de extirpação,²⁰⁸ podem e devem ser afastados.

Por conseguinte, necessário compreender que os custos de transação até mesmo poderão impedir a ocorrência da negociação privada, quando forem tão elevados que se revelem maiores que os próprios benefícios oriundos das trocas. Aliás, importa lembrar que não é só a existência e a dimensão dos custos de transação que poderá desestimular os agentes econômicos a negociar, mas também a impossibilidade de suas identificações e mensurações, o que, vale dizer, está intimamente ligado à questão da segurança jurídica, vez que os agentes econômicos, incapazes de dimensionar razoavelmente as magnitudes dos seus retornos esperados, sequer os

²⁰⁶ (COOTER; ULEN, 2010, p. 121,122).

²⁰⁷ (GUESTRIN, 2004, p. 338, 339).

²⁰⁸ Aqui nos interessam, obviamente, aqueles custos de transação que podem ser reduzidos por meio do Direito ou, então, as novas conformações dos mercados que se dão em razão da redução dos custos de transação que, ocorrem, por exemplo, por meio das inovações tecnológicas e exigem, então, novas respostas do Direito, no âmbito do mercado de capitais e nos mais diversos segmentos.

riscos envolvidos (o que depende do conhecimento dos custos efetivos e potenciais), restarão desestimulados a realizar transações econômicas, especialmente no que diz respeito a investimentos.

De qualquer modo, a tendência é que quanto mais altos forem os custos de transação, menor será o número de transações estabelecidas, sendo que, na margem, os custos demasiadamente elevados, poderão mesmo inviabilizar as suas realizações.

Assim, as transações somente ocorrerão se os agentes econômicos envolvidos identificarem como vantajosa a realização das trocas (transações). Para tanto, realizarão, ainda que não com toda a precisão e acurácia técnica, cálculos estimativos de custo-benefício, sendo que os custos de transação, por sua vez, acrescem o passivo dessa equação, ainda que dita parcela de recursos não seja apropriada por nenhum dos integrantes das respectivas relações; o que, aliás, significa que se consubstanciam em perdas ou transbordamentos, vez que não se constituem em benefícios para os agentes econômicos principais.

6.2 OS DETERMINANTES DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Conforme sustenta Oliver Eaton Williamson,²⁰⁹ os determinantes dos custos de transação são a i) especificidade, a ii) frequência, a iii) incerteza, a iv) racionalidade limitada e o v) comportamento oportunista. Entretanto, mandatório esclarecer que este rol de determinantes parece ser tão somente exemplificativo, porquanto existem diversas outras causas que podem originá-los.

Nesse sentido, importa dizer que a especificidade se refere ao grau de diferenciação tanto do interesse em si envolvido (normalmente, bem ou serviço, mas também podendo constituir um risco ou expectativa), quanto, insofismavelmente, há que se reconhecer, quanto à espécie de transação efetuada (tipo de relação contratual). Ou seja, depende de quanto todos os elementos contratuais (o complexo contratual, incluindo o interesse transacionado e o eventual instrumento contratual que lhe reveste) se diferenciam dos demais, sendo que, quanto mais mais específicos forem (o interesse transacionado e o respectivo instrumento contratual), maiores serão, em regra, os custos de transação envolvidos.

²⁰⁹ WILLIAMSON, O. E. The Economics of Organization: the transaction cost approach. **The American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, p. 548-577, 1981. Disponível em: <<http://glenn.osu.edu/faculty/brown/home/Org%20Theory/Readings/Williamson1981.pdf>>. Acesso em: 19 dez. 2016.

Inversamente, vale dizer, quanto mais rotineiro (e, portanto, conhecido) for o interesse transacionado, assim como padronizado o respectivo instrumento contratual, supõe-se que menores serão os custos de transação esperados.

A frequência, por sua vez, diz respeito à circunstância do tipo de transação envolvida se repetir em maior ou menor número. Supõe-se que transações que se repetem com maior frequência apresentam menores custos de transação, uma vez que após exauridos os custos de aprendizagem – de acordo com a curva de aprendizado específica para cada caso – tais despesas não mais se farão necessárias, até mesmo porque muitos dos custos, uma vez incorridos, podem ser reaproveitados.

Já a incerteza concerne ao grau de previsibilidade dos desdobramentos e das contingências que podem surgir como consequência e na própria transação, porquanto, quanto maiores forem as possibilidades de intercorrências e maior o número de resultados possíveis, bem como quanto maior for a dispersão,²¹⁰ maiores serão os custos de transação destinados à enfrentar tais realidades.

A racionalidade limitada, por seu turno, implica no surgimento de custos de transação na medida em que os agentes econômicos não capazes de decidir de forma exclusivamente racional, seja porque podem ser acometidos por vieses cognitivos, seja porque não conseguem prever todos os possíveis acontecimentos futuros, o que faz com que seja necessária a tomada de medidas para combater os problemas daí decorrentes.

Diferencia-se da incerteza na medida em que a racionalidade limitada se refere propriamente à impossibilidade de se preverem todos os eventuais, assim como as dificuldades de captação da própria realidade pelos seres humanos,²¹¹ enquanto que a incerteza se refere ao grau de dificuldade (dispersão) de se realizarem as possíveis previsões.

O comportamento oportunista - que também está intimamente relacionado à temática da informação assimétrica, como visto na seção anterior - diz respeito à

²¹⁰ Embora já incorporado na literatura, pensamos que o melhor termo a ser utilizado no caso seria risco e não incerteza, nos moldes da distinção realizada por Frank Knight, feita nos seguintes termos: “*It will appear that a measurable uncertainty, or 'risk' proper, as we shall use the term, is so far different from an unmeasurable one that it is not in effect an uncertainty at all. We shall accordingly restrict the term 'uncertainty' to cases of the non-quantitative type. It is this 'true' uncertainty, and not risk [...] which forms the basis of a valid theory of profit*”. (KNIGHT, 1921, p. 20).

Outrossim, sobre o tema, ver: (ANDRADE, 2011).

²¹¹ Nessa linha, a vasta literatura de *Behavioral Law and Economics*, que se encontra atualmente na fronteira dos estudos de Análise Econômica do Direito, tornando os modelos explicativos mais completos e robustos.

possibilidade de uma das partes contratantes apresentar comportamento lesivo à parte adversa, a fim de obter benefícios. Dessa forma, também revela-se necessária a tomada de medidas para impedir, tanto quanto possível, a ocorrência dessas espécies de situações, como que por meio da imposição de salvaguardas e a exigência de colaterias (garantias).

Contudo, vale dizer que muitos dos determinantes acima citados se sobrepõem e mesmo se confundem. Ademais, com também já salientado, muitos dos custos de transação se originam das demais falhas de mercado, como, principalmente, em razão da assimetria informacional existente entre os contratantes, que implica na imposição de medidas para evitar as consequências danosas daí advindas, pelo que faz sentido e mesmo indispensável sopesar custos e benefícios, em uma verdadeira relação de troca (*trade-off*).²¹²

6.3 CLASSIFICAÇÃO DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Muito embora a terminologia adotada possa diferir, a literatura a respeito do tema classifica os custos de transação, basicamente, em três espécies, a saber: a)

²¹² *Trade-off* é a expressão em inglês que define uma situação na qual há conflito no ato de escolha, caracterizada por uma ação econômica que visa à resolução de um determinado problema, mas que acarreta outro, obrigando, portanto, a realização de uma escolha. Ocorre, assim, quando se abre mão de algum bem, serviço ou condição para se obter outro bem, serviço ou condição distintos. Por exemplo, entre assimetria informacional e custos de transação, quando, por exemplo, utilizando-se uma hipótese bastante trivial, são exigidas publicações em jornais de grande circulação, ainda mais em tempos de *internet* (rede mundial de computadores), pelo que, portanto, ao se buscar combater o problema da informação assimétrica, por outro lado, criam-se custos de transação. Veja-se o que determina o Art. 289 da Lei das S.A.: “Art. 289. As publicações ordenadas pela presente Lei serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá determinar que as publicações ordenadas por esta Lei sejam feitas, também, em jornal de grande circulação nas localidades em que os valores mobiliários da companhia sejam negociados em bolsa ou em mercado de balcão, ou disseminadas por algum outro meio que assegure sua ampla divulgação e imediato acesso às informações. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 2º Se no lugar em que estiver situada a sede da companhia não for editado jornal, a publicação se fará em órgão de grande circulação local.

§ 3º A companhia deve fazer as publicações previstas nesta Lei sempre no mesmo jornal, e qualquer mudança deverá ser precedida de aviso aos acionistas no extrato da ata da assembléia-geral ordinária.

§ 4º O disposto no final do § 3º não se aplica à eventual publicação de atas ou balanços em outros jornais.

§ 5º Todas as publicações ordenadas nesta Lei deverão ser arquivadas no registro do comércio.

§ 6º As publicações do balanço e da demonstração de lucros e perdas poderão ser feitas adotando-se como expressão monetária o milhar de reais. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 7º Sem prejuízo do disposto no *caput* deste artigo, as companhias abertas poderão, ainda, disponibilizar as referidas publicações pela rede mundial de computadores. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).” (BRASIL, 1976).

Custos de Pesquisa, b) Custos de Negociação e c) Custos de Monitoramento e Implementação, os quais serão vistos individualmente a seguir.²¹³

6.3.1 Custos de Pesquisa (*Search and Information Costs*)

Referem-se aos gastos ou investimentos realizados para se encontrar os bens ou serviços almejados, assim como identificar aqueles agentes econômicos que estejam dispostos a transacioná-los, o que abrange os custos atinentes às pesquisas empreendidas para se identificar (localizar, investigar e comparar) as melhores alternativas disponíveis, como melhor qualidade, preço, especificações, além das demais possíveis variáveis a incidirem no caso específico.

Desde já oportuno salientar que no mercado de capitais tais custos, especialmente aqueles necessários para que haja a aproximação entre os potenciais contratantes, são bastante minimizados, mormente nos ambientes bursáteis, nos quais se encontram listados os ativos negociáveis, de forma unificada, padronizada e ordenada (nos chamados livros de compra e venda, ou, como chamados, na prática de mercado pelos operadores, *book's* de compra ou venda), tornando o custo para promover o encontro entre vendedor e comprador muito facilitado.²¹⁴

6.3.2 Custos de Negociação (*Bargain Costs*)

São os custos despendidos para se obter um acordo aceitável para ambas as partes contratantes, a fim de que se efetive a contratação. Desse modo, incluem-se aqui os custos para a elaboração de um instrumento contratual que seja igualmente admitido por ambos os contratantes. Os custos de transação representam a função da distância entre a oferta e a aceitação, a qual, em havendo a efetiva contratação, resta absorvida pelos contratantes e, no caso de potenciais contratações que não se

²¹³ Oportuno mencionar a classificação, também aplicável às demais falhas de mercado, que estabelece duas grandes categorias, isto é, as falhas de mercado endógenas e as falhas de mercado exógenas. As primeiras seriam aquelas que se originam em razão das limitações que são inerentes à própria materialidade do sistema mercado, por força das relações fáticas que o compõem, antes de qualquer regulação estatal dos fenômenos em questão. Já as falhas de mercado exógenas, por sua vez, surgem como decorrência da normatização da materialidade, isto é, do estabelecimento dos ordenamentos jurídicos que são criados justamente para estruturar e enfrentar tais realidades, mas que podem também criar ou mesmo agravar as falhas de mercado já existentes, como ocorre, sobremodo, no que tange aos custos de transação.

²¹⁴ Podem também ser chamados, conforme termo que vem sendo utilizado em inglês, *matching costs*.

efetivam, revelam-se insuperados; sendo que, como já salientado, dependendo das suas magnitudes, podem, por si só, constituírem-se em obstáculos intransponíveis para a realização de contratos.²¹⁵

Importante notar que tais custos, no mercado de capitais, revelam-se também potencialmente muito reduzidos, sobretudo porquanto os contratos e contratações são normalmente padronizados, não havendo muita margem para negociação ou deliberação sobre circunstâncias particulares.

6.3.3 Custos de Monitoramento e Implementação²¹⁶ (*Policing and Enforcement Costs*)

São os custos incorridos para se monitorar o cumprimento contratual, bem como os custos destinados, quando necessários, para se promover à execução forçada (*enforcement*) da avença e dos demais consectários contratuais, o que abarca os gastos necessários para a tomada das medidas apropriadas, o que inclui, por exemplo, os custos institucionais de solução de conflitos, como da utilização do sistema judicial ou arbitral.

Inolvidável mencionar que sob esta rubrica também estão incluídos os custos para que a transação efetivamente se realize (a realidade fática subjacente ao contrato), ou seja, para que os interesses transacionados sejam transferidos de quem os detém, na posição inicial do contrato, para os destinatários da posição final do contrato. Ainda, compreendem os custos para definir soluções alternativas caso a execução específica não seja aplicável, como nas hipóteses de rescisão dos contratos em perdas e danos.

No caso do mercado de capitais, tais custos podem ser igualmente reduzidos, porquanto são estabelecidos mecanismos que tornam a execução independente da vontade do devedor (auto-exequíveis), como ocorre nos casos de liquidação compulsória de posições em aberto; bem como lastreadas, como ocorre na exigência de montante investido ou disponível capaz de cobrir eventuais perdas ou a existência

²¹⁵ Cumpre anotar que a realização de uma transação economicamente viável está condicionada ao fato de que os retornos esperados devem, no mínimo, suplantarem os custos de transação existentes.

²¹⁶ Importante referir que o termo em português aqui adotado, custos de monitoramento e implementação, trata-se de sugestão do orientador do presente estudo, sendo que, devido à sua pertinência, foi devidamente adotado, justificando, portanto, a presente menção.

da margem de garantia, mantida por meio de depósitos diários, nos contratos realizados nos mercados de mercadorias e futuros.

6.3.3 Custos de Conformidade

Outrossim, especialmente na hipótese do mercado de capitais, parece-nos que mais uma espécie de custos de transação se faz pertinente e até mesmo necessária identificar, a fim de abarcar aquelas hipóteses em que custos são impostos para que seja possível participar e permanecer no mercado, como custos de conformidade, podendo ser denominados também de custos de *compliance*.

Ou seja, notamente para se evitar o surgimento ou mesmo mitigar a ocorrência de outras falhas de mercado, como ocorre com os problemas de informação assimétrica, são estabelecidas exigências, as quais podem ser determinadas pelo Estado (pelo próprio Direito e aqui mais especificamente por meio da regulação) ou mesmo pelos próprios agentes econômicos, que implicam em custos para aqueles indivíduos que devem a tanto se conformar.

No tocante, apenas como ilustração, podemos mencionar as exigências de participação de determinados intermediários prestadores de serviços, como auditores independentes, agentes fiduciários, distribuidores; como também a adoção de determinadas estruturas organizacionais pela companhia, como, por exemplo, a existência de conselho fiscal, entre outros; as determinações quanto à divulgação de informações; entre diversos outros requisitos e imposições possíveis.

6.4 O PROBLEMA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

Conforme pode se inferir claramente, a partir dos determinantes dos custos de transação acima indicados, considerando que nos mercados de capitais os contratos realizados são, em regra, padronizados, nos quais, aliás, na franca maioria das vezes, sequer existe margem para negociações ou alterações dos seus contornos, até mesmo porque se tratam de ambientes estritamente regulados,²¹⁷ os custos de transação,

²¹⁷ Sobre regulação no mercado de capitais: YAZBEK, O. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

especialmente endógenos, restam por ser minimizados, cabendo às partes, na maioria das vezes, apenas escolher entre realizar ou não a contratação.

Ocorre, contudo, que os custos de transação exógenos, isto é, criados externamente aos mercados,²¹⁸ sobretudo aqueles exigidos a partir da própria normatização e regulação estatal, que se justificam e objetivam inclusive combater outras espécies de falhas de mercado, especialmente a assimetria informacional, podem constituir obstáculos para o atingimento de eficiência.

Nesse sentido, importante analisar, ainda que sucintamente, como a realidade dos custos de transação se apresenta frente à realidade do mercado de capitais.

6.4.1 Normas Imperativas e Supletivas do Mercado de Capitais e Redução dos Custos de Transação

Em que pese se suponha que seja por meio da negociação privada que os indivíduos possam, em regra, maximizar as suas utilidades, na busca de níveis mais elevados de bem-estar,²¹⁹ certo é, entretanto, que toda a negociação envolve custos, o que implica perquirir sobre a adequada medida de negociação, de forma a otimizar a eficiência alocativa dos recursos e maximizar os excedentes econômicos. Também, podemos inferir que a negociação exauriente, que visa um suposto contrato completo, além de utópica, pode ser indesejável.

Nesse sentido, as diretrizes imperativas e mesmo supletivas provenientes da normatização e regulação do mercado de capitais podem tornar (e efetivamente tornam) o processo de formação e execução dos contratos que no seu âmbito são realizados menos custosa, contribuindo e justificando a padronização dos seus instrumentos, o que muito também auxilia na redução dos custos de transação.

Dessa forma, a elaboração e a execução de um contrato tendem a se tornarem mais dispendiosas quanto mais extensos forem os riscos que se pretendam prever e contemplar, assim como quanto mais amplo e mais detalhado for o panorama das

²¹⁸ Ou mesmo que surgidos em razão de exigências determinadas pelos próprios agentes participantes do mercado, como no caso da autorregulação.

²¹⁹ Segundo Cooter e Ulen (2010, cap. 6), os acordos alcançados sob custos de transação nulos esgotam o excedente resultante da cooperação, como exige a eficiência. Para maior aprofundamento, ver: (COASE, 1960).

contingências. Por outro lado, quanto menor o número das condições que exijam negociação, tanto menos custoso será o processo contratual.

No mesmo sentido, considerando que a passagem do tempo durante a relação contratual, em grande parte das vezes, altera substancialmente as circunstâncias nas quais as partes se encontram, as previsões contratuais – ainda que eficientes quando da formulação dos instrumentos pactuais – tendem a se tornarem ineficientes, o que recomenda a adoção de normas legais conformadoras de marco jurídico ensejador de eficiência, desde que uniforme e previsível.

Aliás, há que se ressaltar também, que é justamente o detalhamento exacerbado e quiçá particularizado das previsões contratuais²²⁰ que, muitas vezes, justamente subsidiam o comportamento oportunista das partes as quais pretendem justificar o rompimento das relações contratuais que não mais lhe sejam vantajosas; na maior parte dos casos em nítido detrimento dos interesses da parte adversa.

Assim sendo, libertando as partes da custosa e desestimulante tarefa de buscar prever as incontáveis hipóteses de ocorrência de incidentes passíveis de instaurar crise no processo contratual, ressalte-se, sejam elas passíveis ou não de previsão, os contratantes terão mais recursos para destinarem aos elementos essenciais das transações.

Portanto, nesse tocante, tanto as normas imperativas quanto, sobretudo, as normas supletivas fornecidas pelo Direito e, especialmente aqui, no caso do mercado de capitais, por meio da regulação, podem economizar recursos para as partes contratantes e otimizar a alocação de investimentos, através do fornecimento de condições eficientes para conformar os contratos, assim como preencher ou integrar as lacunas existentes.

Nesse sentido, como já salientado, muito embora se presuma que seja através da negociação privada que os agentes econômicos possam maximizar as suas utilidades por meio da obtenção dos excedentes provenientes da cooperação, o processo negocial, contudo, envolve custos (v. g., pecuniários, temporais e de oportunidade), os quais tendem a se tornarem mais relevantes quanto maior for a complexidade das tratativas envolvidas para a formação do contrato.

A existência dos custos negociais reduzem os benefícios obtidos, porquanto implicam no consumo de recursos. Outrossim, a existência destas espécies de custos,

²²⁰ Inclusive e sobretudo em razão da assimetria informacional.

verificados *ex ante*, muitas vezes se constituem em fatores inibitórios ao comportamento cooperativo dos agentes econômicos, servindo de incentivos negativos à formação dos contratos.

Outrossim, importa considerar que os custos de negociação se consubstanciam em desincentivos a realização de transações econômicas, na medida em que se avolumam, o que permite supor que a diminuição dos mesmos poderá contribuir para o incremento das trocas e, portanto, para o crescimento econômico, tanto no âmbito individual, como agregado.

Não obstante, a assimetria informacional existente entre as partes negociantes também se revela, em muitos casos, fator desestimulante à pactuação, porquanto os indivíduos não conhecem precisamente os desdobramentos e as consequências específicas que efetivamente se desenrolarão durante eventual crise do processo obrigacional, tornando necessário que recursos sejam investidos para que se busque prever, bem como estabelecer mecanismos capazes de enfrentar as contingências contratuais, implicando, portanto, no surgimento de custos de transação.

Neste sentido, oportuno citar as palavras de Lewis Koernhauser, *in verbis*:

Si la negociación no tuviera costo alguno, las partes diseñarían contratos completos que definirían los términos de cumplimiento bajo todas las contingencias posibles. En realidad, tanto el diseño como la negociación de un contrato son costosos y estos costos influyen en la elección de las contingencias que el acuerdo contempla explícitamente. Es claro que partes económicamente racionales diseñarán cláusulas que cubran las contingencias más importantes. La importancia de una contingencia depende fundamentalmente del valor y del costo de cumplimiento y de la probabilidad de que se presente. En consecuencia, los costos de formular un contrato implican que los contratos que se firman son 'incompletos'; es decir, las partes advertirán que el costo de incluir una cláusula para cada contingencia excedería los beneficios de hacerlo.

Por lo tanto, el hecho de que los contratos sean inevitablemente 'incompletos' subyace a una función económica de la legislación contractual. Cuando no se contempla una contingencia en el contrato y ella se presenta, una de las funciones más importantes del derecho contractual es llenar el vacío en el contrato con el término que las partes habrían elegido si hubiesen contemplado dicha contingencia. Por supuesto, si las partes saben que la ley impondría término parecidos a los que hubieran negociado para el caso de que se presentara una contingencia determinada, ellas podrían reducir sus costos de diseño del contrato omitiendo contemplar la contingencia. El criterio económico de la eficiencia identifica una serie de normas jurídicas deseables que minimizan los costos de todas las partes en cuanto al diseño y a la negociación del contrato. (KORNHAUSER, 2004. p. 115).

Aliás, ainda que se admitisse a utópica ideia da possibilidade de completude dos contratos, verifica-se na realidade que o processo de negociação não consegue

prever e explicitar, de modo exauriente, todos os aspectos relativos à enumeração das contingências suscetíveis de interferirem na onerosidade dos contratos, como, por exemplo, quanto à definição de *standarts* de cumprimento, de descumprimento ou cumprimento defeituoso, tampouco quanto ao estabelecimento de um quadro preventivo e sancionatório, sendo que essas insuficiências *ex ante* ensejam a eclosão de conflitos durante a relação contratual.

Assim, os contratos incompletos nada mais são de que uma resposta pragmática a um contexto econômico e jurídico eivado de imperfeições e incertezas, muitas vezes, aliás, de forma consciente e voluntária, diante de cenários de informações incompletas e racionalidade limitada aos quais as partes estão, equilibrada ou desequilibradamente, inseridas.

Pertinente é o entendimento de Fernando Araújo, *in verbis*:

Mas, com a rejeição de que todos os contratos são “implicitamente completos”, ou até de que o seja a maioria, impõe-se reconhecer que triunfou a tese “realista” que admite o inacabamento no seio da Teoria do Contrato, e sugere até o pressuposto contrário de que a maioria dos contratos é “implicitamente incompleta”, uma inversão teórica que em larga medida justifica o súbito sucesso do tema das normas supletivas, elevadas de um papel anciliar de “normas integradoras” a um estatuto mais moderno de “normas (supletivas) maioritárias” (“majoritarian defaults”), regras que, consagrando os hábitos contratuais dominantes, dispensam a estipulação detalhada e facilitam as trocas.

Um triunfo previsível até no plano dos princípios, note-se: se é a inverificabilidade – a insusceptibilidade de invocação perante um terceiro julgador – que, no modelo econômico, dita o inacabamento contratual, não é de se estranhar que os acordos contenham sempre uma margem dessa inverificabilidade – e preservando sempre a relevância do apoio da heterodisciplina contratual, como forma de mitigar o inacabamento. E um triunfo com tonalidades conciliadoras, contudo, porque rapidamente se notou, do lado “consensualista”, que a proliferação “prêt-à-porter” de normas supletivas pode ter efeitos ambivalentes, podendo limitar o papel do consenso mas também podendo ampliá-lo, bastando pensar que liberta atenção das partes para os recantos menos standartizados e rotineiros da contratação. (2007, p. 76).

Outrossim, em muitos casos as partes deixam lacunas nos contratos de forma intencional e estratégica. Em geral, as partes contratantes precisam optar entre alocar riscos *ex ante* e prejuízos *ex post*, sendo relevante a diferença de custos de transação que se verifica entre a alocação dos riscos (*ex ante*) e das perdas (*ex post*).

Assim sendo, se as partes negociarem condições explícitas para alocar os riscos, certamente arcarão com custos de transação. Caso contrário, se elas deixarem lacunas, arcarão com custos de transação com probabilidade positiva.

Nesse tocante, os custos de transação²²¹ esperados de uma lacuna no contrato são iguais à probabilidade de que os prejuízos se efetivem multiplicados pelos custos de suas alocações. Por conseguinte, as partes esperam economizar em termos de custos de transação se deixarem lacunas nos contratos quando o custo efetivo da negociação de condições explícitas exceder o custo esperado do seu preenchimento, conforme a formulação abaixo apresentada.

Minimização dos Custos de Transação dos Contratos

1. Custo da Alocação de um Determinado Risco $>$ ²²² Custo da Alocação do Determinado Prejuízo x Probabilidade do Determinado Prejuízo Ocorrer = Deixar Lacuna.
2. Custo da Alocação de um Determinado Risco $<$ Custo da Alocação do Determinado Prejuízo x Probabilidade do Prejuízo = Preencher Lacuna.

Quanto ao tema, Cooter e Ulen (2010, p. 223) afirmam:

Os riscos remotos não justificam o custo da negociação e elaboração das condições para alocar esses riscos, ou uma lacuna deliberada pode ser deixada num contrato por razões psicológicas, como, por exemplo, quando um casal promete casar e silencia sobre a possibilidade de divórcio.

Não obstante, os julgadores (seja em âmbito judicial ou administrativo) precisam de normas ou regras para preencher as lacunas dos contratos. Nesse sentido, importante atentar-se para o problema da inverificabilidade, e não só para a inobservabilidade, vez que para a *Incomplete-Contract Theory*, o mais relevante já não é a assimetria entre as partes, mas sim a assimetria informativa do terceiro julgador em face das partes – um problema de insuficiência judicial, ou arbitral, que em alguns casos será irresolúvel, mas que se acredita possa ser mitigado com recursos às normas supletivas, as quais inclusive possam ser fornecidas pelo regulador.

Diante do exposto, verifica-se que umas das mais importantes finalidades buscadas no mercado de capitais é justamente a redução dos custos de transação, o

²²¹ Quanto aos custos de transação, interessante é o clássico artigo de: (NORTH, 1992).

²²² Cumpre consignar que o sinal “>” representa “maior que”, sendo o sinal “<” representativo de “menor que”. Portanto, a leitura da primeira anotação seria a seguinte: Sendo o custo da alocação de um risco maior do que o custo da alocação do prejuízo multiplicado pela probabilidade do determinado prejuízo ocorrer, deixa-se a lacuna.

que pode se dar por meio das normas imperativas e supletivas, fornecendo-se diretrizes e regulamentações eficientes.²²³ Aliás, avulta-se a importância da normatização proveniente da regulação, o que pode economizar recursos para as partes contratantes e otimizar a alocação de investimentos, inclusive através do fornecimento de normatizações eficientes para preencher ou integrar lacunas existentes nas disposições contratuais das partes.²²⁴

Ademais, oportuno também ressaltar a figura conceitual, mesmo que ainda utópica, que é o ponto ótimo de negociação, no qual é pretendida a alocação ótima de recursos. Nessa senda, conforme sustenta Fernando Araújo,²²⁵ avulta-se a vertente normativa da abordagem da *Law and Economics*, buscando a possibilidade da obtenção de um ponto de complexidade ótima dos contratos e sobre o papel do Direito na promoção, ou no desencorajamento, de determinados níveis de complexidade.

Desse modo, como já salientado, considerando que, em realidade, é impossível que o processo negocial seja exauriente, assim como é tanto mais dispendioso quanto mais previsões se ambicione contemplar, as disposições contratuais providas pelas partes não abrangerão explicitamente toda e qualquer contingência. Nesse caso, a normatização externa assim deverá procurar fazer²²⁶, fornecendo soluções eficientes e adaptáveis às diversas realidades encontradas.

6.4.2 Padronização dos Contratos e Redução dos Custos de Transação

Nos ambientes altamente regulados,²²⁷ como é o caso do mercado de capitais, o Estado controla o conteúdo dos contratos, justificando, assim, a plena vinculação de ambas as partes, inclusive dos simples aderentes. Consequentemente, reduzem-se os custos de transação, incentiva-se um maior número de transações e aumenta-se a

²²³ (COOTER; ULEN, 2010, p. 225).

²²⁴ Aqui a ênfase dada é na regulação e não na atividade legislativa, porquanto as modificações que estão a ocorrer no mercado de capitais se dão de modo tão célere que muitas vezes não comportam a espera do tempo necessário para o processo legislativo.

²²⁵ Conforme Araújo (2007, p. 192), a hipótese da complexidade ótima.

²²⁶ Para aprofundamento sobre o tema das normas supletivas: AYRES, I.; GERTNER, R. Filling Gaps in Incomplete Contracts: an economic theory of default rules. *Yale Law Journal*, n. 99, 1989.; bem como AYRES, I.; GERTNER, R. Strategic Contractual Inefficiency and the Optimal Choice of Legal Rules. *Yale Law Journal*, n. 101, 1992.

²²⁷ A referência aqui a altamente regulados não quer significar que sejam firmemente fiscalizados e ou mesmo devidamente sancionadas as eventuais infrações, mas sim que tal realidade é bastante normatizada.

eficiência econômica, de modo a se “minimizar os custos de transação da negociação de contratos, [...]”.²²⁸

Enzo Roppo, ao explicar as vantagens dos contratos por adesão ou *contratos standard* – fenômeno que muito se assemelha aos contratos firmados no âmbito dos mercados de capitais - deixa clara a função econômica dessa técnica contratual e menciona as vantagens que o uso generalizado de condições uniformes de contrato oferece aos operadores organizados na forma de empresa, em termos de economias de gestão. E prossegue:

Em primeiro lugar, o emprego de contratos standard simplifica e acelera de modo radical os processos de conclusão dos negócios, determinando – através da conseqüente economia de tempo, de meios e de actividade – a redução daqueles «custos de contratação», que as técnicas de negociação individual (fundadas sobre a discussão de cada uma das cláusulas com cada um dos clientes) contribuiriam, ao invés, para aumentar. Por outro lado, a predisposição de esquemas contratuais uniformes e rígidos, destinados a aplicar-se em todas as relações de um certo tipo, funciona (ainda antes de como imposição de regras vinculativas para os clientes da empresa) como limite à iniciativa e ao arbítrio individual dos auxiliares do empresário, encarregados das actividades de contratação, assegurando, assim, à estratégia da empresa, neste sector, aquela necessária homogeneidade, aquela coordenação a nível central, que seriam prejudicadas se a representantes, agentes e caixeiros, fosse deixada plena liberdade de discutir com a contraparte e determinar, concretamente, o conteúdo de cada contrato[...]. (ROPPO, 2009, p. 313, 314).

Na mesma linha, vale referir o que ensina Mário Júlio de Almeida Costa, em sua obra *Direito das Obrigações*,²²⁹ no que respeita os contratos por adesão e as cláusulas contratuais gerais:

Reconhece-se que as mencionadas estandardizações negociais feitas por empresas voltadas ao grande público correspondem, inúmeras vezes, a uma racionalização e normalização necessária ou útil, inclusive para os aderentes singulares. Mas também daí podem as empresas derivar vantagens que signifiquem restrições, despesas e encargos irrazoáveis ou abusivos para os particulares. O sistema é susceptível, em suma, de produzir derrogação pouco equitativa do regime supletivo da lei num sentido desfavorável à posição dos que contratam «uti singuli», através de cláusulas negociais gerais. Facilmente se representa esse efeito, por hipótese, em cláusulas que alterem o regime da responsabilidade civil, as garantias ou os prazos de exercício de direitos. (ALMEIDA COSTA, 2003. p. 223).

²²⁸ (COOTER; ULEN, 2010, p. 225).

²²⁹ (ALMEIDA COSTA, 2003. p. 223).

Assim, o contrato padronizado permite que os proponentes reduzam os custos de negociação, uma vez que se não houver barganha,²³⁰ não existirão gastos para negociar as cláusulas com o aderente. Oportuno mencionar que os custos de negociação, por vezes, podem representar tão somente, por assim dizer, o valor do papel e da tinta de impressão do instrumento contratual²³¹ e, dessa forma, nessas espécies de contratações, podem constituir todos os custos de transação existentes.

Diante do que já foi exposto, torna-se mais evidente também a importância das Cláusulas Contratuais Gerais, que nesse aspecto se aproximam das disposições regulatórias que integram, cogentemente, os contratos realizados no âmbito do mercado de capitais. Contidas em transações de massa,²³² foram criadas para facilitar as trocas, de modo a tornar o processo de criação do instrumento contratual mais célere e barato, vez que são preestabelecidas por uma das partes contratantes e, geralmente, não são negociáveis. Consubstanciam-se em cláusulas contratuais secundárias que, em regra, constam dos contratos de adesão, sendo preestabelecidas, tipificadas, de antemão por uma das partes²³³ – o proponente, ou o predisponente – sem possibilidade de negociação pela outra parte – o aderente.

Contudo, ainda que nesse contexto a característica da tipificação unilateral seja a mais marcante, aqui não se enfoca apenas os contratos por adesão e suas Cláusulas Contratuais Gerais, unicamente, como instrumentos contratuais nos quais a liberdade de estabelecer o conteúdo seja drasticamente reduzida, dando ênfase apenas aos aspectos restritivos; mas admite-se que se tratam de importantes instrumentos para as

²³⁰ Barganha no sentido de negociação, tratativa.

²³¹ O que, aliás, com o avanço tecnológico, quiçá mais se fará presente.

²³² Quanto às transações ou relações jurídicas em massa, não existem muitas dificuldades de compreensão. Diariamente, os indivíduos (que aqui podem ser denominados de agentes econômicos) praticam uma grande variedade de atos que visam a atender suas necessidades básicas, como de vestuário, alimentação, transporte, comunicação (telefonia, internet, etc.), dentre outras que são oferecidas por meio de relações jurídicas despersonalizadas, com condições preestabelecidas, nas quais os que necessitam dos produtos, ou dos serviços, não podem negociar suas cláusulas. Esses atos correspondem ao que se designou como tráfico em massa, impulsionado pelo desenvolvimento social, econômico e tecnológico, pelo aumento populacional e sua crescente demanda pela aquisição de bens e produtos, assim como, pelo fato do próprio Estado ser chamado, cada vez mais, a concretizar prestações de caráter de subsistência aos indivíduos e a sociedade, em favor do bem-estar coletivo. O tráfico massificado, caracterizado pela tipificação e standartização das relações jurídicas que o compõem, pode originar-se de duas formas: por meio de um processo de repetição, de reiteração de atos pela maioria dos indivíduos - o que acaba por conceder um certo grau de cogência a esses atos - que, paulatinamente, passam a integrar os usos e costumes negociais, transformando-se em regra de conduta, ou conduta típica; ou, ainda, de outro modo, em virtude de disposição da lei. Para saber mais, ver (COUTO; SILVA, 2006, p. 77-78) e (BECKER, 1973-1974 p. 16).

²³³ No mercado de capitais, comumente não estipuladas por uma das partes propriamente, mas sim pelos reguladores ou mesmo pelos agentes de aproximação, que prestam serviços às partes estruturando e permitindo que as relações se estabelecem no âmbito do mercado de capitais.

trocas contemporâneas, sem os quais, em muitos casos, os custos de negociação e, por consequência, os custos de transação, seriam, em muitos casos, elevados demais ou mesmo maiores que os excedentes gerados, desestimulando a própria realização das trocas, de modo, portanto, a reduzir, respectivamente, tanto a eficiência econômica quanto o bem-estar.

Não obstante, importa registrar que essas espécies de contratação, onde estão inseridas as cláusulas contratuais gerais, são denominadas de diversas formas, como, por exemplo, contratos de adesão, contratos em série, contratos “*standard*” ou mesmo pela própria expressão cláusulas contratuais gerais e, ainda, condições gerais dos contratos. Em Portugal, o legislador expressamente elegeu a expressão cláusulas contratuais gerais, regulando a matéria pelo Decreto-lei n. 446, de 25 de outubro de 1985 (PORTUGAL, 1985), alterado pelo Decreto-Lei n.º 220 de 31 de janeiro de 1995 (PORTUGAL, 1995) e pelo Decreto-Lei n.º 249 de 07 de junho de 1999. (PORTUGAL, 1999).²³⁴

De modo geral, as características essenciais que lhe distinguem são a pré-disposição, a unilateralidade e a rigidez, ou seja, são cláusulas previamente redigidas por uma das partes (predisponente), sem a possibilidade da outra parte (aderente) alterá-las (contratos de adesão em sentido estrito). Isto é, tratam-se de cláusulas elaboradas previamente e que irão integrar o conteúdo de todos os contratos futuramente celebrados (generalidade), independentemente de com quem o for (indeterminação), pelo que, recapitulando-se, identificam-se como sendo suas características peculiares: a) pré-disposição, b) unilateralidade, c) rigidez, d) generalidade e e) indeterminação.

Nesse ponto, vale fazer uma concisa avaliação sobre os motivos que levam o Direito a acolher esse mecanismo contratual *standard* e justificá-lo como válido.²³⁵ Diante de ponderações de ordem econômica e pragmática, pode-se encontrar uma infinidade de justificativas para o uso dos contratos por meio das Cláusulas Contratuais Gerais, como as que respeitam às questões de desenvolvimento, de celeridade, de eficiência dos mercados ou de acréscimo das trocas intersubjetivas.

²³⁴ Nesse sentido, ver: (PRATA, 2010).

²³⁵ Segundo Ribeiro, a autora Dauner-Lieb (na obra *Verbraucherschutz*) defende ser, o único estímulo da dita “defesa do consumidor”, a *defesa do próprio sistema de mercado*: “Numa posição neoliberal, a Autora assume, de forma particularmente clara, a funcionalidade das políticas do consumidor para a eficiência da economia de mercado, pondo de lado qualquer entoação de cariz ‘social’, com que é frequente justificar as medidas de intervenção nas relações de consumo.”. (RIBEIRO, 1999. p. 366, nota 285).

Assim sendo, as Cláusulas Contratuais Gerais atendem, de modo eficiente, às exigências de racionalização, planejamento, celeridade e pragmatismo da sociedade moderna, sem o que não se poderia sequer conceber as contratações em massa que hoje tanto vicejam, como ocorre, justamente, no mercado de capitais.

Mas, não obstante sejam essas justificativas bastante relevantes, há, também, outras justificativas de ordem jurídica, além de peculiaridades que surgem pela disseminação dos instrumentos contratuais estandardizados, que não só justificam a admissão, assim como o enfrentamento pelo Estado dessa inegável realidade. Um exemplo pode auxiliar essa compreensão.

Se um particular estabelece com outro particular uma relação jurídica patrimonial por meio de um contrato com clausulado padrão (Cláusulas Contratuais Gerais), numa relação única, na qual a parte aderente não quis, voluntariamente, fazer valer sua possibilidade de estabelecer o conteúdo do negócio, não há por que o Estado interferir e restringir a operação engendrada pelos particulares.²³⁶ Entretanto, a partir do momento em que um particular estabelece relações jurídicas patrimoniais, em série, por meio de contratos idênticos, cujo clausulado é padrão, com uma infinidade de particulares, que não possuem a opção de decidir acerca do conteúdo do contrato, existem, no mínimo, três importantes motivos que impulsionam o Estado a intervir: o primeiro, já comentado, é a notória restrição da vontade individual, operada em grande escala nos contratos por adesão; o segundo, diz respeito ao particular (normalmente empresas) passar a desenvolver uma atividade de *normatização* de situações jurídicas abstratas como se Estado legislador fosse;²³⁷ o terceiro, corresponde à debilidade da autorresponsabilização e da vinculatividade que a restrição da autotutela proporciona àqueles que apenas aderem às cláusulas preestabelecidas, em virtude do

²³⁶ “Ao reconhecer às partes competência para livremente modelarem o conteúdo dos contratos que decidiram celebrar, o ordenamento, qualquer que seja o fundamento último, ético ou utilitarista, dessa opção, fá-lo para lhes permitir a autónoma afirmação e defesa dos seus interesses próprios. É esse o sentido ‘positivo’ da abstenção estadual em imiscuir-se na regulação privada. Desse modo os contraentes podem chegar a uma conformação onde livremente se manifestem as suas propensões e necessidades, de acordo com a apreciação que delas fazem, sem qualquer controlo à luz de critérios objectivos de racionalidade ou justiça”. (*Ibid.*, p. 286).

²³⁷ “[...] com vista à uniformização do conteúdo de certo tipo de contratos implicados por uma determinada operação económica, o predisponente estabelece de antemão, de forma abstracta, a disciplina por que há de reger-se a série, mais ou menos extensa, de contratos a celebrar. Adoptando uma perspectiva tipificadora análoga a do legislador, ele não tem em conta os dados singularizantes de cada relação (que, aliás, só no futuro, o momento da celebração, se tornam patentes), conformando um conjunto de cláusulas que, por isso mesmo, são susceptíveis de aplicação, sem alterações, a uma multiplicidade de negócios. [...]”. (RIBEIRO, 1999. p. 317).

reconhecimento pelo Estado das idiossincrasias que acometem esse tipo de contratação.

O primeiro motivo, como salientado, é a restrição à autonomia dos aderentes em conformar seus interesses como lhes seja mais conveniente, haja vista não lhes ser permitido decidir sobre o conteúdo dos negócios jurídicos que realizam. Contudo, a restrição da autonomia volitiva individual não significa, necessariamente, a completa inexistência dessa autonomia, mas quer dizer que ela pode demonstrar diferentes graduações nas relações privadas e que, no caso dos contratos por adesão, ela corresponde a uma mínima possibilidade de decidir sobre contratar ou não, dentro dos parâmetros estabelecidos pela outra parte do negócio, sendo que, no caso do mercado de capitais, mais especificamente pelo regulador.

Assim, conforme nos informa Antonio Pinto Monteiro, três espécies de problemas se apresentam. No plano da formação do contrato, o risco do aderente desconhecer as cláusulas que irão integrar o negócio resta aumentado. Já no plano do conteúdo contratual, há o risco de se incluírem cláusulas abusivas, o que é, contudo, mitigado no campo do mercado de capitais. No plano processual, à medida que revela a inadequação e insuficiência do normal controle judicial, que é feito sempre *a posteriori* e dependente da iniciativa do lesado,²³⁸ neste ponto diferente do mercado de capitais, no qual o agente regulador pode atuar administrativamente e, nesse passo, mesmo preventivamente, inclusive apreciando e oferecendo soluções.

Importante destacar, então, que mesmo a autonomia privada não é um princípio absoluto, comportando gradações, mas que ainda continua presente nas relações jurídicas nas quais outros princípios irão se somar.²³⁹ Consequentemente, nas situações em que a autonomia privada consiga, por si, regular satisfatoriamente a relação das partes, sem que as falhas de mercados comprometam a eficiência econômica e o bem-estar social, ela será prevalente, não havendo necessidade do Estado se imiscuir nos negócios privados.

²³⁸ (MONTEIRO, 2002).

²³⁹ Gize-se, aqui, com muita brevidade, que segundo Alexy, os princípios são comandos ou *mandamentos de otimização*, ou seja, são normas que “ordenam que algo seja realizado na maior medida possível dentro das possibilidades jurídicas e fáticas existentes”. Por consequência, diferentemente das regras, eles podem ser satisfeitos em diferentes graus que serão determinados diante do caso concreto e por um processo de ponderação, ou sopesamento. (ALEXY, 2011. p. 90). No caso dos contratos por adesão, o controle do conteúdo, limitador do poder do proponente, irá preponderar sobre a autonomia privada, vez que ela, por si, não consegue dar a proteção necessária ao aceitante.

Contudo, nas situações em que a autodeterminação ou a liberdade de decisão²⁴⁰ de uma das partes seja tão severamente reduzida que a autonomia privada não dê conta de resolver os conflitos de interesses estabelecidos entre as partes, pelo menos não sem colocar em risco outros princípios ou valores envolvidos, deverá haver a regulamentação dos pactos negociais por parte da intervenção estatal, mediante a utilização, precipuamente, das normas imperativas e, em alguns casos, das normas supletivas.

Ademais, cumpre salientar que assim não só se estará a proteger o interesse público sobre o individual e, por conseguinte, do bem-estar social, por meio do controle do conteúdo das cláusulas contratuais predispostas, nos casos dos contratos por adesão; mas também do próprio bem-estar individual, notadamente no que toca aos aderentes.

O segundo motivo corresponde à atividade normatizadora do particular, fazendo às vezes de Estado legislador. Para esclarecer o que se pretende dizer sobre o carácter de norma que as cláusulas padronizadas impõem, faz se proveitoso apresentar os efeitos que o uso universalizado dos contratos por adesão, formados por clausulado preestabelecido e rígido, provocam nas relações entre as partes, que, no dizer Joaquim de Sousa Ribeiro, correspondem à dimensão coletiva das cláusulas contratuais gerais:

Para além dos problemas específicos que a criação, por um sujeito particular, de uma ordenação jurídica com incidência colectiva, em substituição do regime legal, suscita (no plano das relações predisponente-ordenamento), há de ter em conta, no plano da relação concreta estabelecida entre as duas partes no contrato, as repercussões limitativas dessa forma de regulação na liberdade de decisão do aderente. Confrontando com ccg prefixadas e efectivamente aplicadas, de forma usual e típica, em largos sectores do tráfego, com uma estrutura e função que lhe convoca a imagem de objectividade e imodificabilidade associada às normas legais, o aderente não só se vê despojado do poder de conformação, como é inconscientemente motivado à aceitação. A institucionalização, na prática negocial, de uma regulação que, embora de fonte privada, tem uma eficácia geral, leva-o a interiorizar, como norma de conduta a seguir, a aquiescência passiva à sua inclusão no contrato. Para além deste efeito de legitimação, as ccg, por sua natureza (independentemente da sua concreta formulação), e em especial quando formam um clausulado extenso, produzem um efeito de ocultação, gerando, para o aderente, custo de informação que, compreensivelmente, o desmotivam de uma análise e ponderação do seu conteúdo. Eis porque, mesmo no plano da interacção entre dois contratantes, o carácter geral e abstracto e a dimensão colectiva das ccg não são dados neutros, mas antes um factor poderoso de supremacia do utilizador e um dos aspectos mais significativos da assimetria material das posições das partes, contribuindo

²⁴⁰ Utilizando-se expressões de (RIBEIRO, 1999, p. 22, 320), respectivamente.

para intensificar, reforçar e assegurar o êxito da neutralização da liberdade de decisão do aderente. (RIBEIRO, 1999, p. 319,320).

Quanto ao terceiro motivo, a débil, ou fraca, responsabilização e vinculação do aderente, que é oriunda das cláusulas constantes no tipo de contrato em comento, pode se mencionar que a falta de autodeterminação, ou autotutela, bilateral,²⁴¹ na formação do conteúdo do contrato, concede às estipulações que o compõem, uma força vinculante e uma responsabilização ao aderente muito menor do que ocorre com as cláusulas conformadas de comum acordo pelos negociantes.

Faz-se importante justificar tal assertiva com o seguinte trecho da doutrina:

Exercitando o aderente, por força do condicionalismo que rodeia a adesão a ccg, uma autonomia “diminuída” ou “diluída”, justifica-se, como medida compensatória, o directo controlo do conteúdo dessas cláusulas. O escasso grau volitivo do consentimento do aderente à vigência das ccg introduzidas pela contraparte, cujo exacto alcance em regra desconhece, não tem suficiente força legitimadora de cláusulas que, afastando-se dos padrões normativos de uma equilibrada repartição de direitos e deveres, claramente o prejudicam. A uma vontade mais ténue, manifestada dentro de um contexto fortemente restritivo da liberdade de decisão, corresponderia uma vinculação de menor eficácia, condicionada à observância, por parte do utilizador de ccg, de determinados limites de conteúdo.²⁴²

Todavia, há que se ressaltar que no âmbito do mercado de capitais tal assertiva não se confirma plenamente, porquanto o grau de aderência e vinculatividade de ambas as partes, no que concerne às estipulações oriundas da regulação, é plena, diferentemente do que ocorre com as estipulações unilaterais, nas quais a principiologia contratual e diretrizes devem ser aplicadas, ainda que subsidiariamente, às relações que se estabelecem no âmbito do mercado de capitais, que se constituem, igualmente, em contratos, desde que atendidos, evidentemente, os pressupostos para tanto.

Nesse contexto, se não houvesse, por parte do Estado, uma compensação dessa restrição à liberdade de decisão de uma das partes, por meio, sobremaneira, das normas imperativas, mas mesmo também das supletivas (penalizadoras, mormente, eis que objetivam o nivelamento informacional das partes) para o controle do conteúdo das cláusulas insertas nos contratos por uma das partes, não se poderia

²⁴¹ “A autonomia é, no contrato, necessariamente bilateral, não apenas no plano formal-estrutural, que aponta para a necessidade de consenso, de declarações convergentes de ambas as partes, mas no sentido de uma imputação materialmente fundada, do acto e dos seus efeitos ao querer dos dois contraentes.”. (RIBEIRO, 1999, p. 276, grifo nosso).

²⁴² *Ibid.*, p. 285.

atribuir ao aderente as responsabilidades geradas pelo contrato que se obrigou na ausência total de seu poder de autotutela. Logo, esses dispositivos seriam inócuos aos aderentes e inviabilizariam essa forma de contratar.

Diz-se isso porque a autorresponsabilização é uma consequência da autodeterminação negocial das partes.²⁴³ Verificando-se que não houve possibilidade da parte gerir seus próprios interesses de maneira paritária com a outra parte, não se lhe pode atribuir os efeitos que foram impostos por disposições ligadas apenas ao interesse do predisponente.

Desse modo, no Brasil, a temática das Cláusulas Contratuais Gerais é regulada no Código de Defesa do Consumidor,²⁴⁴ tanto através do controle das cláusulas abusivas, as quais estão previstas no artigo 51,²⁴⁵ quanto por meio da sistemática dos contratos de

²⁴³ “A imputação dos efeitos negociais decorre da possibilidade de autotutela dos interesses pessoais de afirmação, perante a contraparte, de uma vontade própria a ter em conta na conformação do conteúdo do contrato.” (RIBEIRO, 1999, p. 287).

²⁴⁴ O qual, como já sustentamos anteriormente, deve ser aplicado às relações estabelecidas no âmbito do mercado de capitais, uma vez atendidos os seus pressupostos caracterizadores.

²⁴⁵ As chamadas cláusulas contratuais gerais constituem uma resposta pragmática e eficiente aos custos de transação, sobremaneira e inarredavelmente considerada a possibilidade do controle por parte do Estado dos eventuais abusos, sujeitando-as às disposições do artigo 51 do Código de Defesa do Consumidor brasileiro, como se vê: “São nulas de pleno direito, entre outras, as cláusulas contratuais relativas ao fornecimento de produtos e serviços que: I - impossibilitem, exonerem ou atenuem a responsabilidade do fornecedor por vícios de qualquer natureza dos produtos e serviços ou impliquem renúncia ou disposição de direitos. Nas relações de consumo entre o fornecedor e o consumidor pessoa jurídica, a indenização poderá ser limitada, em situações justificáveis; II - subtraíam ao consumidor a opção de reembolso da quantia já paga, nos casos previstos neste código; III - transfiram responsabilidades a terceiros; IV - estabeleçam obrigações consideradas iníquas, abusivas, que coloquem o consumidor em desvantagem exagerada, ou sejam incompatíveis com a boa-fé ou a equidade; V - (Vetado); VI - estabeleçam inversão do ônus da prova em prejuízo do consumidor; VII - determinem a utilização compulsória de arbitragem; VIII - imponham representante para concluir ou realizar outro negócio jurídico pelo consumidor; IX - deixem ao fornecedor a opção de concluir ou não o contrato, embora obrigando o consumidor; X - permitam ao fornecedor, direta ou indiretamente, variação do preço de maneira unilateral; XI - autorizem o fornecedor a cancelar o contrato unilateralmente, sem que igual direito seja conferido ao consumidor; XII - obriguem o consumidor a ressarcir os custos de cobrança de sua obrigação, sem que igual direito lhe seja conferido contra o fornecedor; XIII - autorizem o fornecedor a modificar unilateralmente o conteúdo ou a qualidade do contrato, após sua celebração; XIV - infrinjam ou possibilitem a violação de normas ambientais; XV - estejam em desacordo com o sistema de proteção ao consumidor; XVI - possibilitem a renúncia do direito de indenização por benfeitorias necessárias. § 1º Presume-se exagerada, entre outros casos, a vontade que: I - ofende os princípios fundamentais do sistema jurídico a que pertence; II - restringe direitos ou obrigações fundamentais inerentes à natureza do contrato, de tal modo a ameaçar seu objeto ou equilíbrio contratual; III - se mostra excessivamente onerosa para o consumidor, considerando-se a natureza e conteúdo do contrato, o interesse das partes e outras circunstâncias peculiares ao caso. § 2º A nulidade de uma cláusula contratual abusiva não invalida o contrato, exceto quando de sua ausência, apesar dos esforços de integração, decorrer ônus excessivo a qualquer das partes. § 3º (Vetado). § 4º É facultado a qualquer consumidor ou entidade que o representante requerer ao Ministério Público que ajuíze a competente ação para ser declarada a nulidade de cláusula contratual que contrarie o disposto neste código ou de qualquer forma não assegure o justo equilíbrio entre direitos e obrigações das partes.” (BRASIL, 1990).

adesão, prevista no artigo 54.²⁴⁶ Já no âmbito do Código Civil, o artigo 424 disciplina os contratos de adesão.²⁴⁷

Já quanto à realidade portuguesa, que se faz oportuna analisar, frise-se que o já mencionado Decreto-Lei n.º 446, de 25 de outubro de 1985 (PORTUGAL, 1985), alterado pelo Decreto-Lei n.º 220 de 31 de janeiro de 1995 (PORTUGAL, 1995) e pelo Decreto-Lei n.º 249 de 07 de junho de 1999 (PORTUGAL, 1999), trouxe ao ordenamento jurídico português o regime da fiscalização judicial das cláusulas contratuais gerais, como forma de proteção aos direitos do consumidor. Tal diploma tem subsunção, nos exatos termos legais contidos no artigo 1º, às "[...] cláusulas contratuais gerais elaboradas sem prévia negociação individual, que proponentes ou destinatários indeterminados se limitem, respectivamente, a subscrever ou aceitar."

Ademais, importante ressaltar a abrangência de sua aplicação, nos moldes do artigo 2º do mesmo diploma, que diz "salvo disposição em contrário, todas as cláusulas contratuais gerais, independentemente da forma da sua comunicação ao público, da extensão que assumam ou que venham a apresentar nos contratos a que se destinem, do conteúdo que as informe ou de terem sido elaboradas pelo proponente, pelo destinatário ou por terceiros".

Aliás, o Decreto-Lei nº 249/99 (PORTUGAL, 1999), introduziu mais uma hipótese ao artigo 1º, determinando que "[...] o presente diploma aplica-se igualmente às cláusulas inseridas em contratos individualizados, mas cujo conteúdo previamente elaborado o destinatário não pode influenciar."

²⁴⁶ Quanto à sistemática dos contratos de adesão, vale ressaltar o balizamento dessa realidade no CDC, como se pode constatar: "Art. 54. Contrato de adesão é aquele cujas cláusulas tenham sido aprovadas pela autoridade competente ou estabelecidas unilateralmente pelo fornecedor de produtos ou serviços, sem que o consumidor possa discutir ou modificar substancialmente seu conteúdo. § 1º A inserção de cláusula no formulário não desfigura a natureza de adesão do contrato. § 2º Nos contratos de adesão admite-se cláusula resolutória, desde que a alternativa, cabendo a escolha ao consumidor, ressalvando-se o disposto no § 2º do artigo anterior. § 3º Os contratos de adesão escritos serão redigidos em termos claros e com caracteres ostensivos e legíveis, de modo a facilitar sua compreensão pelo consumidor. § 3º Os contratos de adesão escritos serão redigidos em termos claros e com caracteres ostensivos e legíveis, cujo tamanho da fonte não será inferior ao corpo doze, de modo a facilitar sua compreensão pelo consumidor. (Redação dada pela nº 11.785, de 2008). § 4º As cláusulas que implicarem limitação de direito do consumidor deverão ser redigidas com destaque, permitindo sua imediata e fácil compreensão. § 5 (Vetado)". (BRASIL, 1990).

²⁴⁷ Quanto aos contratos de adesão, quicá o Código Civil brasileiro tenha sido um tanto quanto modesto ao regulamentar essa importantíssima e crescente realidade fática, como se observa dos termos do dispositivo legal pertinente: "Art. 428. Deixa de ser obrigatória a proposta: I - se, feita sem prazo a pessoa presente, não foi imediatamente aceita. Considera-se também presente a pessoa que contrata por telefone ou por meio de comunicação semelhante; II - se, feita sem prazo a pessoa ausente, tiver decorrido tempo suficiente para chegar a resposta ao conhecimento do proponente; III - se, feita a pessoa ausente, não tiver sido expedida a resposta dentro do prazo dado; IV - se, antes dela, ou simultaneamente, chegar ao conhecimento da outra parte a retratação do proponente.". (BRASIL, 2002).

Nesses casos, há que se reconhecer que o postulado da força obrigatória dos contratos nem sempre consegue se sustentar. Inicialmente, em face das desigualdades (informacional e quanto ao poder de mercado) existentes entre os contratantes, emergindo a possibilidade de que o predisponente venha a se utilizar do contrato, normalmente de adesão, como instrumento de sujeição, em outras palavras, como forma de impor o seu poder informacional e de mercado, uma vez que na contratação estandardizada, em grande parte das vezes, observa-se o objetivo (objetivo esse do predisponente), de atribuir ou alocar os riscos do negócio para a parte aderente, a fim de reduzir ou mesmo eliminar os riscos de perdas financeiras.

Ademais, a teoria dos vícios do consentimento, que enraíza seus alicerces na doutrina da autonomia da vontade, revela-se insuficiente ou pelo menos inadequada para enfrentar os problemas concernentes à proteção da parte contratual mais débil nessas espécies de relações contratuais, especialmente diante das circunstâncias decorrentes da assimetria informacional e do poder de mercado.

Assim sendo, impende a intervenção judicial que seja capaz de mitigar a rigidez do princípio da força obrigatória dos contratos, reservando-o para aquelas situações nas quais as partes revelam poder informacional e de mercado razoavelmente equilibrados, mas cautelosamente o afastando quando o conteúdo estipulado unilateralmente por uma delas cause excessiva desvantagem para a outra.

O Estado, então, controlando o conteúdo dos contratos por adesão, interferindo em um nível ótimo com suas normas imperativas e supletivas e, no caso do mercado de capitais, sobretudo pela regulação, pode justificar que haja vinculação do aderente, bem como, sejam-lhe imputadas as responsabilidades do negócio que firmou – conquanto que com maior cautela de apreciação do que nas hipóteses de contratos e cláusulas que nas quais tenha podido, livremente, manifestar seus interesses.

Consequentemente, reduzem-se os custos de transação, incentiva-se um maior número de transações e aumenta-se a eficiência dos negócios (considerando que irão maximizar as utilidades de ambos os contratantes). Frente a esses consectários da realização de trocas mediante instrumentos contratuais *standard*, torna-se inevitável perceber que tanto a padronização oriunda de estipulações estatais (como normas imperativas, supletivas, inclusive e especialmente próprias da regulação) quanto da própria normatização contratual privada, realizada inclusive por meio das Cláusulas Contratuais Gerais, também se coaduna com uma das finalidades dos contratos

atribuída por Cooter e Ulen (2010, p. 225) de “[...] minimizar os custos de transação da negociação de contratos, [...]”.

Por conseguinte, inafastável reconhecer que ao estabelecerem cláusulas padrão, os predisponentes conseguem reduzir severamente os custos de transação, o que beneficia também aos próprios aderentes. Assim, os contratos padronizados permitem que as partes reduzam os custos de negociação, uma vez que se não houver barganha,²⁴⁸ não existirão gastos para negociar as cláusulas, e os custos, então, restam reduzidos aos custos de pesquisa e de implementação e monitoramento, isso quando estes forem efetivamente existentes.

Aliás, inarredável salientar que, em muitos mercados, dependendo das suas características fáticas e estruturais, como é o caso do mercado de capitais, os custos de pesquisa (enquanto custos de transação) são praticamente desprezíveis, haja vista a facilidade de localização dos bens que se pretendam adquirir. Ademais, especialmente nas hipóteses em que as trocas contratuais se deem de modo imediato, os custos de implementação e monitoramento podem igualmente inexistir, desde que não hajam percalços relacionados, especialmente, a garantias.

Justamente, quanto aos efeitos da padronização dos contratos no mercado de capitais, especificamente no mercado de derivativos de balcão, bem refere Otavio Yazbek:

Um dos primeiros pontos destacados em boa parte daqueles debates, como já se viu, diz respeito à maior padronização dos instrumentos negociados no mercado de derivativos de balcão. Tal padronização, a rigor, produziria uma série de efeitos, não apenas de ordem informacional, mas também no que diz respeito à administração de riscos operacionais, ou seja, daqueles riscos que não são diretamente inerentes à operação, mas que estão mais relacionados à opacidade, à excessiva complexidade ou a outras dificuldades em processos diversos. Riscos operacionais são, assim, relacionados a possibilidades de falhas em sistemas, erros humanos, fraudes, dificuldades de controle etc.

[...]

Nesse sentido, é interessante lembrar que alguns órgãos de mercado, como a *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), já vêm, de longa data, militando pela maior padronização de algumas operações, com a definição de contratos-padrão, de modo a reduzir determinados custos de transação e aumentar a liquidez do mercado e o estabelecimento de outros regimes comuns referentes, por exemplo, à constituição de garantias.²⁴⁹

²⁴⁸ Barganha no sentido de negociação, tratativa.

²⁴⁹ YAZBEK, Otavio. **Crise, inovação e regulação do mercado financeiro**. In: SATIRO, Francisco de Souza Júnio (coord.). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 133-134.

Outrossim, a padronização dos contratos pode trazer outros benefícios que apenas a redução dos custos de transação, senão vejamos:

No que tange às questões informacionais, com a padronização são reduzidas diferenças, sendo possível a mais fácil identificação da natureza da exposição dos usuários dos contratos, sem a necessidade de maiores diligências — problema sempre presente quando prevalecem operações mais exóticas. Já no que tange à questão dos riscos operacionais, fica claro que operações padronizadas, por envolverem menos pormenores, menos detalhes, reduzem a possibilidade de conflitos e de discussões diversas na época da contratação, facilitam a identificação dos efeitos das operações e, com isso, permitem um mais eficiente exercício não apenas das áreas de controles internos, mas também das atividades de supervisão de mercado. [...].

Vale destacar, outrossim, que a padronização não é apenas um fim em si, mas também uma condição para a implementação das outras medidas.²⁵⁰

Portanto, as Cláusulas Contratuais Gerais e os contratos de adesão podem consubstanciar, em realidade, em soluções de equilíbrio eficiente para os mercados em que se observam elevado número de operações e exigência de celeridade, muito embora seja necessário que o Direito, e notadamente a regulação no caso do mercado de capitais, forneçam medidas de correção para os efeitos colaterais nocivos que daí podem emanar, como o comportamento oportunista que se evidencia através de condutas abusivas manejadas por parte dos proponentes.

Todavia, pode as Cláusulas Contratuais Gerais e os contratos por adesão, em virtude das características restritivas já citadas, como efetivamente se observa algumas vezes ocorrer, infelizmente, em alguns casos, tornarem-se instrumentos de excessos por parte dos proponentes, sendo que a responsabilidade de combater tais desvios é justamente dos agentes reguladores no caso do mercado de capitais e mesmo, ainda que subsidiariamente, do direito contratual (e, quando necessária, da tutela jurisdicional), notadamente por meio de normas imperativas,²⁵¹ que devem ter o condão de impedir a sujeição dos aderentes à vontade dos proponentes, frise-se, principalmente em razão da assimetria informacional e do poder de mercado, sem esquecer, contudo, que tais espécies de transação podem trazer eficiência e mesmo representar o alcance de equilíbrios eficientes, desde que combatidos os referidos excessos.

²⁵⁰ YAZBEK, Otavio. Crise, inovação e regulação do mercado financeiro. In: SATIRO, Francisco de Souza Júnio (coord.). Direito, gestão e prática: mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 134.

²⁵¹ Como veremos mais especificamente no tópico a seguir.

Justamente, nos casos das Bolsas de Valores e Bolsas de Mercadorias e Futuros, a padronização dos contratos, e a conseqüente redução significativa dos custos de transação, permite um volume de transações que sequer seria possível nem mesmo imaginável de ser obtido de outra forma.

6.4.3 Teoria da Firma e os Custos de Transação

Importante trazer à liça a Teoria da Firma, especialmente para explicar os arranjos que explicam a organização dos fatores de produção nos moldes de uma empresa ou firma,²⁵² o que se dá, justamente, em razão da existência dos custos de transação.

Para a Economia, a firma, ou empresa, consiste em uma unidade de produção que atua racionalmente, procurando maximizar seus resultados relativos à produção e lucro. A partir daí, diversas novas implicações podem ser identificadas, sendo que possui enorme importância, mais uma vez, o seminal artigo de Ronald Coase, “The nature of the firm”,²⁵³ de 1937, que busca identificar as efetivas razões econômicas para o surgimento e organização de instituições produtivas em forma de empresa, quais sejam, exatamente os custos de transação.

Neste contexto, os custos de transação emergem como uma das principais variáveis ou justificativas a explicar a organização dos fatores de produção em forma de empresa, sustentando-se que, em síntese, surgem as empresas (ou firmas) quando internalizar as atividades necessárias a produção de um determinado bem ou serviço torna-se mais vantajoso (ou menos custoso) do que buscá-las no mercado, isto é, quando os custos de transação se revelam maiores que os custos de produção ou verticalização. Assim, a empresa tem por justificativa econômica reduzir os custos de transação e produzir de forma mais eficiente.

Oportuno registrar o que Medema e Mercurio asseveram quanto aos custos de transação para a definição das instituições, entre as quais, frisa-se, a empresa:

[...] no nível micro, os custos de transação consistem naqueles custos associados às contratações entre partes privadas, ao passo que, no nível macro, pode ser dito que os custos de transação consistem nos custos envolvidos no

²⁵² Pelo que lhe dá nome, isto é, Teoria da Firma.

²⁵³ (COASE, 1937).

processo de negociação através do qual o quadro institucional da sociedade é instituído ou modificado. (MERCURO; MEDEMA, 1997. p. 131).²⁵⁴

Portanto, a empresa é uma função de produção, uma sinergia tecnológica que explora economias de escala e escopo, sendo caracterizada também por constituir uma estrutura de governança, um nexo de contratos incompletos de longo prazo, no qual há a substituição do mecanismo de preços pelos custos de organização do empreendedor, como, por exemplo, na substituição de contratos do tipo *spot* pela internalização da produção, verticalizando-se os fatores de produção.

Oportunas são as considerações de Rachel Sztajn:

Por fim, é preciso reconhecer que boa parte das organizações são resultado da existência de mercados, da multiplicidade de contratos celebrados em mercados; distinguem-se na forma de estruturação das operações, na facilidade, ou não, das contratações e na formação dos preços. Aqui é que a especialização ganha expressiva importância. Há quem veja no crescimento dos mercados a razão do aumento da especialização, de sorte que a eficiência também cresce. Nesse sentido, empresas e mercados operam como mediadores na divisão do trabalho segundo as possibilidades de acoplamento de bens, serviços, troca de informações sejam acordadas. Empresas facilitam a especialização ao concorrerem para a troca de oportunidades econômicas de forma mais eficiente do que o mercado. (SZTAJN, 2004. p. 78).

Certo que há alguns fatores determinantes para a organização em forma de empresa, como, por exemplo, a especificidade dos ativos produzidos; a possibilidade do surgimento de situações de *hold-up* e *lock-in*, em razão da existência de quase-renda; a possibilidade de surgimento de situações de oportunismo; os custos de custo de oportunidade, entre outros.

Nestes termos, a justificativa para a integração vertical também se consubstancia em evitar os riscos de apropriação oportunística da quase-renda de um ativo específico nos casos de renegociação de contratos em que há uma situação de *hold-up*, sendo que a quase-renda, importante esclarecer, consubstancia-se na diferença entre o valor do ativo na sua alocação atual e o valor que ele obteria em uma alocação alternativa, considerando que a maximização do valor de uso dos ativos frequentemente é obtida mediante a sua adaptação a um determinado contexto, o que reduz o valor de sua alocação em um

²⁵⁴ Mais, interessante consignar o que dizem os autores à fl. 119: "Cada solução jurídica possível aponta para um resultado eficiente diferente [...] A determinação de uma solução eficiente específica envolve uma escolha normativa e seletiva em relação a cujos interesses serão acomodados, quem realizará ganhos e quem realizará perdas."

contexto alternativo, pois aumenta-se o valor da quase-renda. Com efeito, quanto maior for a especificidade de um ativo, maior será o valor da quase-renda.

Ainda, importa salientar que o grau de especificidade, isto é, quanto menor for o valor do uso alternativo de um ativo (em outras palavras, quanto maior for a quase-renda), mais exposto estará o seu proprietário ao oportunismo do outro quando da necessidade de renegociação do contrato. Esta exposição, justamente, é denominada de *hold-up*, decorrente do aprisionamento (*lock-in*) na situação contratual, o que, justifica, também, a estruturação em forma de empresa (firma).

Ou seja, nestes casos, tende a se tornar ineficiente o recurso à solução contratual, sendo que, aqui, apresenta-se o seguinte dilema: quanto maior for a especificidade (maior quase-renda) dos ativos e maior a incerteza, maior será o incentivo para incorrer em maiores custos para redigir o contrato da forma mais detalhada possível e de prolongar o seu prazo de duração (maiores custos de transação).

Ao mesmo tempo, a incerteza e a especificidade de ativos constituem um desincentivo para recorrer-se a relações de longo prazo (relações contratuais). É que a frequência de transações com ativos específicos acentua a tendência à formação de um monopólio bilateral. Por conseguinte, ante à necessidade de renegociação de contratos incompletos, há maior risco de o outro contratante, oportunisticamente, buscar apropriar-se da quase-renda.

Nesse contexto, a reunião de oportunismo com especificidade de ativos constitui um forte incentivo à integração vertical, em que os ativos devem ser de propriedade de uma só das partes contratantes, de modo a economizar os custos de evitar os riscos de apropriação das quase-rendas de ativos específicos por indivíduos oportunistas.

Inafastável mencionar que, além da possibilidade de se reduzirem os custos de transação por meio de relações de propriedade (integração vertical), a Análise Econômica do Direito vem se debruçando cada vez mais também sobre a figura dos contratos relacionais, que constituem uma situação intermediária entre a formação da empresa e o mercado puro e simples. Também nesse sentido, como já mencionado, há como considerar a empresa ou a firma como um feixe de contratos relacionais, caracterizados também por contratos incompletos, avultando-se a importância das cláusulas supletivas (*default rules*).

Nesse contexto, ainda, importante considerar de que forma as empresas se organizam internamente (especialmente quanto à governança corporativa), bem como se relacionam com o exterior, o que também se justifica plenamente pela lógica econômica,

mas não só pelos custos de transação, sendo que a sua normatização deve estar atenta para tais particularidades, de modo a permitir o alcance de eficiência econômica, sem descuidar, portanto, das eventuais relações de *trade-off* que podem ser geradas pelas imposições legais e, mais especialmente, regulatórias (já que aqui mais nos interessam).

Precisas são as ponderações de Armour, Hansmann e Kraakman:

Consider, in this regard, the basic legal characteristics of the business corporation. To anticipate our discussion below, there are five of these characteristics, most of which will be easily recognizable to anyone familiar with business affairs. They are: legal personality, limited liability, transferable shares, delegated management under a board structure, and investor ownership. These characteristics respond - in ways we will explore - to the economic exigencies of the large modern business enterprise. Thus, corporate law everywhere must, of necessity, provide for them. To be sure, there are other forms of business enterprise that lack one or more of these characteristics. But the remarkable fact - and the fact that we wish to stress - is that, in market economies, almost all large-scale business firms adopt a legal form that possesses all five of the basic characteristics of the business Corporation. Indeed, most small jointly-owned firms adopt this corporate form as well, although sometimes with deviations from one or more of the five basic characteristics to fit their special needs.

It follows that a principal function of corporate law is to provide business enterprises with a legal form that possesses these five core attributes. By making this form widely available and user-friendly, corporate law enables entrepreneurs to transact easily through the medium of the corporate entity, and thus lowers the costs of conducting business. Of course, the number of provisions that the typical corporation statute devotes to defining the corporate form is likely to be only a small part of the statute as a whole. Nevertheless, these are the provisions that comprise the legal core of corporate law that is shared by every jurisdiction. In this chapter, we briefly explore the contracting efficiencies (some familiar and some not) that accompany these five features of the corporate form, and that, we believe, have helped to propel the worldwide diffusion of the corporate form.

As with corporate law itself, however, our principal focus in this book is not on establishing the corporate form per se. Rather, it is on a second, equally important function of corporate law: namely, reducing the ongoing costs of organizing business through the corporate form. Corporate law does this by facilitating coordination between participants in corporate enterprise, and by reducing the scope for value-reducing forms of opportunism among different constituencies. Indeed, much of corporate law can usefully be understood as responding to three principal sources of opportunism: conflicts between managers and shareholders, conflicts among shareholders, and conflicts between shareholders and the Corporation's other constituencies, including creditors and employees. All three of these generic conflicts may usefully be characterize as what economists call 'agency problems.' Consequently, chapter 2 examines these three agency problems, both in general and as they arise in the corporate context and surveys the range of legal strategies that can be employed to ameliorate those problems. (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009. p. 1-2).

Portanto, imperioso bem conhecer todas as falhas de mercado, que são sobretudo a matéria-prima e objeto da regulação no mercado de capitais, uma vez que os demais objetivos e funções da regulação cabem, especialmente, aos reguladores

próprios dos respectivos setores de atuação das empresas que buscam recursos no mercado de capitais, este o qual, por sua vez, é um mercado meio, e não um mercado fim.

Ademais, imperioso compreender a teoria da firma, a fim de compreender como se conformam as estruturas que se apresentam nos mercados a partir das falhas de mercado, estruturas estas que vem se alterando aceleradamente, sobretudo em razão dos avanços tecnológicos, os quais, por sua vez, determinam novas realidades e, por conseguinte, formas diferentes de incidência das falhas de mercado, como, por exemplo, a redução dos custos de transação, de obtenção de informações e, inclusive, os custos de monitoramento, como veremos no tópico seguinte, que implicam não só em novas conformações de mercado, mas, também, novos mercados, por vezes acompanhado do desaparecimento ou diminuição de outros.

6.4.4 A Tendência da Redução dos Custos de Transação e de Informação

Clara é a tendência de redução dos custos de transação e informação em decorrência dos avanços tecnológicos,²⁵⁵ o que, por sua vez, é deveras impactante para o mercado de capitais, implicando substanciais alterações e expectativas muito auspiciosas para o seu crescimento, senão vejamos.

Isso porque o mercado de capitais é fundamentalmente estruturado e reconhecido como o mercado da desintermediação, uma vez que interliga diretamente os agentes superavitários e os agentes deficitários; diferentemente do mercado que é o seu mais próximo semelhante e concorrente, qual seja, o mercado de crédito, onde, como característica diferencial e determinante, há a figura do intermediário, que são as instituições financeiras, como, por exemplo, os bancos, que realizam contratos diretamente e em nome próprio, com os agentes superavitários e deficitários, promovendo, assim, fluxo de capitais mediante ganhos de *spread*, que se consubstanciam, basicamente, na diferença entre as taxas de juros pagas aos agentes superavitários que fornecem os recursos e as taxas de juros recebidas dos agentes deficitários pela concessão dos empréstimos.

²⁵⁵ Quanto à tendência da redução dos custos de transação derivada dos avanços tecnológicos e, conseqüentemente, as mudanças estruturais tanto do ponto de vista econômico como social, interessante ver RIFKIN, Jeremy. **Sociedade com custo marginal zero**. São Paulo: M Books, 2016.

Todavia, a necessidade e mesmo a importância dos intermediários cada vez mais se reduz na medida em que as novas tecnologias vem substituindo as funções que os intermediários outrora exerciam e mesmo se revelavam insubstituíveis, inclusive porque não haviam outras formas fáticas, de acordo com os padrões tecnológicos anteriores, de interligar demanda e oferta, no caso, de capitais, sem a presença de intermediários ou, então, por meio da estruturação de instituições com essas finalidades, como ocorre no caso das bolsas de valores.

Já atualmente e cada vez mais intensamente, a tecnologia vem permitindo aproximar a oferta e a demanda diretamente, sem a necessidade de intermediários para tanto, uma vez que estão sendo reduzidos severamente os custos de transação, assim como dos custos para obtenção de informação e, por conseguinte, mitigando-se, também, a assimetria informacional.

Aliás, importante esclarecer que a redução dos custos para obtenção de informação e, portanto, a mitigação da assimetria informacional, implica também na redução dos custos de transação, o que se revela, sobretudo, no que diz respeito à redução dos custos de pesquisa,²⁵⁶ como de monitoramento (fiscalização) e implementação (execução);²⁵⁷ ou seja, os custos de transação também se reduzem na medida em que não se fazem mais tão necessários para o enfrentamento de outras falhas de mercado, inclusive para o desenvolvimento de instituições com tais finalidades.²⁵⁸

Do mesmo modo, o desenvolvimento tecnológico vem reduzindo muito drasticamente, também, os custos de transação necessários não para combater outras falhas de mercado, como no caso da informação assimétrica, antes mencionado, mas para a própria concretização das transações estabelecidas, tudo de modo a permitir menores perdas friccioneais e, dessa forma, maior eficiência econômica, o que, como antes salientado, implica não só em novas conformações e estruturas de mercado, mas inclusive em novos mercados, muitas vezes seguido do desaparecimento ou diminuição de outros, em razão de obsolescência.²⁵⁹

²⁵⁶ O que vem proporcionando a realização de um número muito maior de transações nos mercados e, com isso, os seus respectivos crescimentos, devido à característica denominada de escalabilidade.

²⁵⁷ Além dos custos de barganha, devido a criação de plataformas facilitadoras.

²⁵⁸ Quiçá compreenda-se que custos de transação, na margem, possam ser reduzidos aos problemas de informação assimétrica.

²⁵⁹ Nesse sentido, podemos ilustrar, v.g., o surgimento do mercado de fornecimento de entretenimento televisivo por meio da *internet*, como *Netflix*, vindo a praticamente fazer desaparecer o mercado de videolocadoras. Outrossim, podemos citar o *Airbnb*, *Uber*, *Arcade City*, *Cabify*, entre inúmeros outras plataformas digitais que interligam oferta e demanda.

Diante destes fatos, entendemos que é claramente possível reconhecer a tendência à desintermediação, resultante de mais novas e mais eficientes estruturas de mercado, as quais são ensejadas a partir do desenvolvimento tecnológico e que permitem reduzir os custos de transação antes necessários para remunerar intermediários e as instituições necessárias para debelar as falhas de mercado, de modo a se alcançar, assim, maior retorno aos principais (agentes econômicos) e, desse modo, maior eficiência econômica.

7 PODER DE MERCADO

De acordo com a definição encontrada na Microeconomia, poder de mercado consiste, sinteticamente, na capacidade do vendedor ou do comprador de determinar o preço dos bens. Ou seja, em outras palavras, corresponde ao poder dos agentes econômicos de exercerem influência sobre a determinação dos preços dos bens que são transacionados no âmbito dos mercados.

Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saggi afirmam que consubstancia a existência de falha de mercado quando não há concorrência, sendo que uma ou mais empresas gozam de poder de mercado, ou seja, possuem o poder de "[...] fixar seu preço acima do custo marginal [...]", sendo que, nessas hipóteses, configura-se uma ineficiência alocativa, onde o consumo dos bens e serviços produzidos se apresenta abaixo do nível que maximiza o bem-estar social, atraindo-se, portanto, a necessidade da intervenção do Estado.²⁶⁰

Nesse contexto, Sergio Guestrin²⁶¹ explana que os fenômenos dos monopólios, duopólios, oligopólios, isto é, as práticas anticompetitivas, impedem que o comportamento dos agentes econômicos se ajuste à regra da igualdade entre os preços e os custos marginais.

Outrossim, o poder de mercado afeta não apenas a alocação eficiente de recursos, mas também a distribuição de renda. Portanto, os produtos encarecidos em decorrência das práticas monopolísticas implicam em preços afastados do equilíbrio da oferta e da demanda e, assim sendo, interferem na eficiência da estrutura produtiva. Deste modo, o competidor imperfeito consegue aumentar seus preços e, assim, incrementar seus lucros. Por outro lado, entretanto, produz diminuição dos ganhos reais dos consumidores, de modo que a soma das rendas de todos os agentes econômicos - que define o bem-estar geral da sociedade - situa-se em um nível inferior ao melhor nível possível, como ilustra o supracitado Autor:

Por exemplo, uma empresa que atua como monopolista pode aumentar o preço de venda de seu produto, e levá-lo a uma quantidade muito afastada de seu custo marginal, motivo pelo qual os consumidores reduzirão sua

²⁶⁰ PINHEIRO, A. C.; SAGGI, J. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 262. Ainda, referem os Autores que, em regra, essa atuação do setor público se dá por meio das agências reguladoras de defesa da concorrência, que visam a coibir as práticas anticompetitivas.

²⁶¹ GUESTRIN, S. G. **Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho**: de las fallas del mercado al sistema jurídico. Buenos Aires: Depalma, 2004. p. 332, 333.

demanda, adquirindo uma quantidade menor em concorrência perfeita, diminuindo sua satisfação e gerando uma satisfação de ineficiência.

Todavia, desde já há que se salientar, deveras, que diferentemente da simplificação que usualmente é feita no estudo do poder de mercado no campo da Microeconomia,²⁶² parece-nos que tal poder pode não ser exercido, ou melhor, não é apenas utilizado em relação ao preço (e, conseqüentemente quantidades ofertadas e demandadas), mas na realidade é possível que seja sobre diversos aspectos do complexo contratual,²⁶³ evidenciando-se, sobretudo, no processo negocial.

Igualmente, não é só o poder de mercado oriundo da comumente considerada ausência de concorrência (ou escassez de competitividade) que atingem os mercados enquanto instituições, isto é, os agregados da oferta e da demanda, como rotineiramente conceituado na Microeconomia, que pode atingir os fenômenos contratuais; mas também pode ser aquele surgido nas relações específicas, casuisticamente consideradas, que ocorrem tanto por força dos contextos acima descritos, como em razão de circunstâncias fáticas que igualmente ensejam, pontualmente, o surgimento do que aqui se denomina de poder de mercado circunstancial, de modo a desequilibrar sobremaneira as forças de mercado existentes entre os contratantes, permitindo o seu exercício abusivo e disfuncional.

Isto é, o poder de mercado ao qual aqui se refere é mais amplo, abrangendo não só a capacidade dos agentes econômicos de se imporem sobre a representação coletiva da contraparte, que corresponde aos agregados da oferta e da demanda, porém igualmente sobre as contrapartes especificamente, de cada relação contratual casuisticamente considerada e, sobretudo, diante de suas peculiaridades e diferenças circunstanciais.^{264e265}

²⁶² Ressalte-se que a simplificação aqui referida diz respeito à circunstância de que são analisados apenas os aspectos considerados mais importantes para a estruturação do mercado, como o é o preço e a quantidade; e não no que concerne ao nível de complexidade de análise, a qual, efetivamente, é deveras aprofundada.

²⁶³ Mais uma vez mandatório é fazer remissão ao entendimento de obrigação como processo, nos moldes sustentados por Couto e Silva (2006).

²⁶⁴ De imediato, vem-nos à mente a situação ocorrida nos Estados Unidos da América do Norte, quando, no verão de 2004, o furacão Charley atingiu a Flórida, ceifando vidas e causando prejuízos de aproximadamente 11 (onze) bilhões de dólares, descrita no livro de Michael Sandel, *Justice*. Nessa ocasião, em razão da decorrente transitória e catastrófica escassez dos mais variados artigos de subsistência, produtos de consumo e toda a sorte de bens e serviços de modo geral, os preços sofreram elevadíssimos aumentos, superando em diversas vezes o preço habitual, instaurando acirradas discussões acerca dos preços extorsivos. Tal situação resultou em diversas ações judiciais que culminaram em condenações ao pagamento de multas e restituições por cobranças abusivas. (SANDEL, 2011).

²⁶⁵ NOGUEIRA, André Carvalho. **Regulação do poder econômico: a liberdade revisitada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 59-61.

Sobre os requisitos da capacidade de ação, assim como as circunstâncias e as influências sobre o poder econômico ou de mercado, André Carvalho Nogueira muito bem coloca a questão:

Há, contudo, situações menos claras de restrição à capacidade de agir, provenientes de diversas circunstâncias que, quando tomadas em seu conjunto, afetam significativamente nossas possibilidades de ação. [...] Nestes casos, não sobra mais que um sopro de liberdade ao homem; há, na verdade, mera aparência de liberdade, mas não liberdade efetiva, no sentido mais abrangente do termo. [...] Tão importantes são as circunstâncias em delimitar nossas escolhas que as discussões atuais a respeito da liberdade, principalmente na doutrina anglo-saxã, passam todas invariavelmente pelo tema ‘escolha versus circunstâncias. [...] foi Rawls que retomou o assunto mais recentemente e lhe deitou primorosa análise ao elaborar o seu ‘princípio da diferença’, no que foi posteriormente seguido por Dworkin, ao estabelecer a sua ‘igualdade de recursos’. Segundo estes dois autores liberais-igualitários, em linhas bem gerais, uma sociedade será tão mais justa quanto mais conseguir estruturar-se de modo a permitir um sistema de distribuição de recursos que se determine mais pelas escolhas, ou ‘ambições’, das pessoas (‘ambitious sensitive’), do que pelas circunstâncias (‘circumstances or endowment-insensitive’). Para tanto, por conseguinte, é necessário um sistema em que não só a liberdade de ação seja incentivada, mas também no qual as circunstâncias de cada um sejam equalizadas ao máximo.” (2011. p. 59-61).

Ademais, há que se salientar que no presente estudo não se estará a cuidar diretamente dos problemas de formação, organização e arranjos dos agentes econômicos junto aos seus respectivos setores econômicos, com vistas a reprimir o surgimento de monopólios, monopsonios, cartéis ou figuras afins, o que é objeto do Direito Econômico,²⁶⁶ mas sim das relações que se dão nestes contextos, considerando os aspectos concorrenciais como fatos dados, isto é, realidades que se apresentam, vez que estamos cuidando das relações que se estabelecem internamente aos mercados, no caso, do mercado de capitais, muito embora, registre-se, sirvam também para estruturá-lo (e aí indiretamente influenciar o tipo de conformação de suas estruturas e dos próprios potenciais agentes econômicos participantes), e não propriamente sobre a forma de estruturação dos agentes econômicos no âmbito dos seus setores econômicos, que, em princípio, é algo anterior e externo às relações contratuais e que se dão, especificamente, no caso dos mercados de capitais.

²⁶⁶ Para aprofundamentos, ver: MATTOS, César. **A revolução antitruste no Brasil**. São Paulo: Singular, 2003; POSNER, R. **Antitrust Law: an economic perspective**. Chicago: The University of Chicago, 1976; ANDREWS, P. W. S. **On Competition in Economic Theory**. London: MacMillan, 1964; AREEDA, P.; KAPLOW, L. **Antitrust Analysis: problems, texts, cases**. 4. ed. Boston: Little-Brown, 1988; MÉNDEZ GALEANA, J. M. **Introducción al derecho económico**. México: Trillas, 2007. p. 21-22.

Todavia, para melhor compreender de que forma o poder²⁶⁷ de mercado pode comprometer a eficiência econômica e o bem-estar social, inclusive no que tange às

²⁶⁷ Versando sobre a regulação do poder econômico através do Direito, precisamente se encaixando ao que aqui se sustenta, pelo que se faz imperioso consignar, André Carvalho Nogueira esclarece que “O termo ‘poder’ é, de maneira geral, utilizado num sentido genérico e num sentido estrito. [...] No sentido estrito, que é o sentido mais técnico do termo, poder significa a capacidade de controlar as ações de outros. Quem manifesta sua vontade sob o poder de outro, na realidade, manifesta a vontade do outro e não a de si próprio. Nesta noção genérica, a questão é praticamente pacífica na doutrina. Kelsen, assim, diz que a ‘pessoa tem poder sobre outras se puder levá-las a se comportarem de acordo com a sua vontade’. É ter a capacidade de fazer com que alguém aja de uma forma quando agiria de outra maneira. Se a liberdade é a capacidade de definir o próprio destino, poder é a capacidade de definir o destino de outrem.

Esta capacidade de definir o destino de outrem, contudo, possui determinados níveis, que precisam ser delineados, para evitar confusão. As influências interpessoais podem ser colocadas em três níveis distintos. O primeiro é o da mera influência, em sentido estrito. A influência afeta, mas não determina o comportamento dos demais. Quando alguém tem influência sobre nós, significa que, ao tomarmos nossas decisões, levamos em consideração suas opiniões ou seu modo de comportamento, mas isto não define nosso próprio comportamento. O que o continua definindo é a nossa própria vontade e, por isso, a mera influência não atenta contra a nossa liberdade.

Isto vale tanto para as influências nas relações sociais informais, ou extrajurídicas, quanto para as relações jurídicas, principalmente nas de cunho contratual, onde a vontade de cada um cumpre papel essencial na determinação do conteúdo do ato. Weber, ainda que sem se referir diretamente à influência em sentido estrito, dá um bom exemplo de como ela pode funcionar, nas relações contratuais de troca. Quando encomendamos um par de botas ao sapateiro, as vontades de ambos influenciam no resultado final da contratação, em igual medida. Desta forma, nenhuma das vontades, por si, é capaz de definir o comportamento do outro. Como afirma Blau, ‘interdependência e influência mútua de mesma intensidade indicam ausência de poder’.

Num segundo nível na escala de força das influências, está o poder. O poder é, como afirma Comparato, a influência determinante. É aquela que, por si só, é capaz de determinar o comportamento de outrem. Influências decorrentes de sentimentos de respeito, amor e admiração certamente interferem, mas não determinam o comportamento do influenciado. O detentor de poder impõe a sua vontade ao comportamento alheio, independentemente da vontade de quem está sujeito a este poder, e, logicamente, sem que seu próprio comportamento seja determinado pela vontade deste último.

Weber distingue do poder um terceiro nível de influência, no sentido amplo anteriormente destacado. Para ele, o poder (‘Match’), definido como ‘toda a probabilidade de impor a própria vontade numa relação social, mesmo contra resistências, seja qual for o fundamento desta probabilidade’, é gênero do qual dominação (‘Herrschaft’) é a espécie. [...] Deste modo, a definição de poder a que nos referimos neste trabalho é aquela mais ampla, correspondente à influência determinante, sem que seja necessária para sua caracterização a presença de um dever, ainda que moral, de obediência por parte dos que estão a ele sujeitos. Assim, é a este poder em sentido amplo a que faremos referência no presente trabalho, mesmo quando expressões como ‘dominante’ ou ‘dominado’ (já por demais difundidas na linguagem sociológica para expressarem relações de poder em sentido genérico) forem utilizadas.

O poder, assim definido, pode expressar-se numa relação bilateral ou multilateral: pode existir poder de um sobre um, de um grupo sobre um, de um sobre um grupo ou de um grupo sobre outro grupo. [...] Por fim, deve-se destacar que o poder é sempre voluntário, intencional, de forma que quem o detém sabe que o detém e o utiliza propositadamente. Quem determina o rumo da vida de outro sem saber que o faz ou sem desejá-lo não exerce poder. A perda da liberdade, quando há influência involuntária, é fruto de mero acaso, de circunstância alheia à vontade e ao controle humanos, e, por isso, deve ser tratada como uma não liberdade natural (decorrente da incapacidade de se controlar o meio).

O poder é, em suma, uma liberdade extrema, superior. É uma liberdade excessiva e, por isso, extrapola os limites da própria noção de liberdade, na medida em que dá ao seu detentor a capacidade de afetar a esfera de liberdade alheia. Indo além dos seus limites, porém, não pode ser liberdade, nem ser tratado como tal. Aliás, sendo fator de anulação da liberdade dos outros, deve ser tratado justamente como seu contrário, sua negação. A linha divisória entre um e outro pode, em muitas situações, carecer de uma delimitação mais clara, como sempre ocorre com conceitos limítrofes. Mas isto não retira da importância analítica nem a praticidade da divisão, uma vez que confere ao cientista instrumento da mais alta relevância para entender a estruturação da sociedade e, por consequência, seu ordenamento jurídico, bem como para desvendar conceitos obscuros, como o da legitimidade, conforme se demonstrará mais

relações contratuais consideradas, constituindo-se em uma espécie dentre as falhas que o sistema de mercado pode apresentar, imprescindível primeiramente compreender como a estrutura do mercado pode influenciar o poder dos agentes econômicos, de modo a causar ineficiências no funcionamento do mecanismo de mercado, para então, após, ponderarmos acerca dos efeitos desse poder sobre as operações que ocorrem no mercado de capitais.

Entretanto, necessário aqui fazer importantíssima ressalva. As distorções aqui referidas, as quais se consideram patológicas e, portanto, dignas de preocupação econômica e sobretudo jurídica, são aquelas que se originam do exercício efetivamente abusivo e disfuncional do poder de mercado, e não simplesmente decorrentes das naturais oscilações verificadas no mecanismo de preços, que além de normais e mesmo desejáveis, servem para equilibrar a demanda e a oferta, alocando de modo eficiente os recursos.²⁶⁸

à frente.” (NOGUEIRA, 2011, p. 78-83, grifos nossos). Para uma melhor compreensão das suposições que aqui são feitas, vale consignar que o indigitado estudo traz pressupostos para uma ainda mais ampla e integral compreensão do que aqui se sustenta.

²⁶⁸ Do mesmo modo que na concepção clássica de contrato (e, portanto, a teoria clássica do direito contratual), a escola econômica clássica assentou seus valores “[...] nos preceitos filosóficos do liberalismo e do individualismo e firmou os princípios da livre-concorrência, que exerceram enorme influência no pensamento revolucionário burguês.”. Contudo, a efetiva existência de concorrência, nos moldes do pensamento clássico, muitas vezes parece uma realidade um tanto quanto difícil de concretizar. Neste sentido, “A oferta representa o volume total de determinada mercadoria que os produtores (ou vendedores) estão dispostos a vender a um determinado preço. Ela tende a ser diretamente proporcional ao preço obtido no mercado. Quanto maior o preço, em geral é maior a quantidade ofertada, pois preços maiores oferecem uma margem mais elevada de lucro. A demanda representa o lado dos compradores (ou consumidores), cuja reação tende a ser inversa: quanto mais elevado o preço, menos eles estarão dispostos a comprar. Oferta e procura agem assim em direções opostas em relação aos preços. O equilíbrio seria teoricamente alcançado quando, a determinado preço, as quantidades de bens e serviços procurados fossem iguais às oferecidas. Aqui entra a questão da capacidade que compradores, de um lado, e vendedores, de outro, têm de influenciar o preço. Isso leva a uma classificação dos mercados em cujos extremos estão a concorrência perfeita (suposta pela economia clássica) e o monopólio. Um mercado seria de concorrência perfeita quando reunisse, tanto no lado da oferta como no da procura, um grande número de agentes econômicos (compradores e vendedores), que seriam indiferenciados entre si, criando uma situação em que é indiferente para o produtor vender a este ou àquele, desde que paguem o mesmo preço, a mesma coisa ocorrendo com os compradores. Além disso, a combinação dessas características de mercado ideal teria de acontecer de modo que não permitisse que nenhum dos agentes pudesse individualmente exercer uma influência perceptível sobre o preço: qualquer vendedor que fixasse um preço maior perderia a clientela e, do mesmo modo, os compradores não teriam condições (por serem todos pequenos) de forçar a baixa dos preços. *Economistas clássicos construíram suas teorias na suposição de que a economia capitalista fosse basicamente formada por mercados desse tipo, que tenderiam, portanto, num prazo mais ou menos longo, ao equilíbrio. Entretanto, se é que algum dia existiram, os mercados de concorrência perfeita ou algo próximo disso praticamente desapareceram no desenvolvimento do capitalismo. O funcionamento da economia de mercado (expressão que é usada modernamente como sinônimo de capitalismo) modificou-se de modo irreversível por vários fatores, entre eles o gigantismo das modernas unidades industriais (por exigências técnicas ou por critérios de rentabilidade determinados pela economia de escala, na qual, quanto maior a produção, menores são os custos e maiores os lucros) e o crescente intervencionismo do Estado na economia (formando empresas, regulando preços, estoques e a oferta monetária, por exemplo). Assim, atualmente, entre as situações de mercado comuns em que prevalece a concorrência imperfeita, destacam-se, do lado da*

Portanto, ressalte-se que em um mercado perfeitamente competitivo, o grande número de compradores e vendedores faz com que nenhum agente econômico em particular possa influenciar o preço dos ativos dispostos no mercado (e, como aqui se sustenta, igualmente em relação aos demais aspectos negociais dos fenômenos contratuais). Nesse sentido, o preço é determinado livremente pelas forças de mercado, isto é, da oferta e da demanda. Aliás, nesse cenário, os produtores e vendedores, individualmente, baseiam-se no preço de mercado para decidir quanto irão produzir e vender (ou apenas vender) e os consumidores, por sua vez, quanto irão adquirir.

Todavia, no extremo oposto do mercado competitivo, encontra-se o monopólio e o monopsonio, caracterizando-se o primeiro pela existência de apenas um vendedor e muitos compradores e, o segundo, pela existência de muitos vendedores, porém apenas um comprador.

Nesse sentido, de modo geral, em um mercado monopolista, os produtores ou vendedores constatam que é mais lucrativa a cobrança de um preço mais elevado do que o custo marginal,²⁶⁹ ainda que a quantidade negociada seja menor, ou seja, em outros termos, a quantidade ofertada pelo monopolista é, em regra, menor e o seu preço maior do que a quantidade e preço dos mercados competitivos. Tal fato impõe um custo à sociedade, porque menos consumidores poderão adquirir o produto e aqueles que o fizerem pagarão um preço mais elevado.

Não é por outro motivo que a legislação genericamente denominada de antitruste proíbe a formação de monopólios na maioria dos mercados.²⁷⁰ Aliás, inclusive quando existem economias de escala²⁷¹ que tornam o monopólio

oferta, o monopólio (no qual um único produtor determina toda a oferta e exerce grande poder sobre o preço) e o oligopólio (em que há um pequeno número de vendedores, como o mercado de automóveis, por exemplo, controlado por poucas e poderosas empresas); e, do lado da demanda, o monopsonio (em que um único comprador determina toda a demanda e exerce grande influência sobre os preços) e o oligopsônio (no qual um pequeno grupo de compradores controla o mercado e influi decisivamente sobre os preços). (Grifo nosso). (SANDRONI, 2004. p. 378-379).

²⁶⁹ Como veremos adiante, nos mercados competitivos, a decisão de produção (oferta) que maximiza o lucro do produtor/vendedor é aquela em que o preço é igual ao custo marginal, isto é, na qual o preço se iguala ao custo de se produzir/ofertar mais uma unidade.

²⁷⁰ E obviamente não só de monopólios, mas também de oligopólios e cartéis. Nesse sentido, importante esclarecer que oligopólio representa o mercado no qual apenas algumas empresas competem entre si, havendo impedimentos para a entrada de novas empresas, o que enseja o surgimento de poder de mercado, mais precisamente de poder de monopólio, como será aprofundado a seguir. De outro lado, o oligopsônio representa o mercado que possui poucos compradores, fazendo emergir poder de monopsonio, o que também será visto com mais detalhamento adiante. Para aprofundamentos, claras são as explanações de Varian (2006, cap. 26, 27).

²⁷¹ De qualquer forma, imperioso desde já salientar que as novas tecnologias estão, em alguns casos, já colocando em cheque as vantagens antes existentes dos ganhos de escala, porquanto a redução das

desejável,²⁷² como, por exemplo, no caso do fornecimento de água, é notória a admissão da regulamentação do preço do monopolista por parte do Estado, por meio do arbitramento pelas agências reguladoras,²⁷³ com vistas a aumentar a eficiência econômica e o bem-estar social.²⁷⁴

Outrossim, diferentemente do comprador competitivo, o comprador monopsonista paga um preço que depende das quantidades que por ele são adquiridas. Seu escopo, então, é escolher a quantidade a ser comprada que seja capaz de maximizar o seu benefício líquido, isto é, a diferença entre o valor obtido com a mercadoria e o preço pago por ela. Assim sendo, muito embora o monopsonio puro também seja raro, com acentuada frequência nos deparamos com mercados onde existem apenas alguns compradores, os quais possuem, portanto, o poder de adquirir os bens em questão por preços inferiores aos que seriam observados em mercados competitivos. Nesse tipo de situação, os compradores possuem poder de monopsonio, sendo que tais hipóteses ocorrem tipicamente nos mercados de fatores de produção.

Assim sendo, considerando que muito embora o monopólio puro seja raro, como igualmente o monopsonio puro o é, a idealização do mercado perfeitamente competitivo, indiscutivelmente, é uma abstração extremamente difícil de se concretizar;²⁷⁵ sendo que, contudo, na franca maioria das vezes, os mercados se encontram em pontos intermediários entre esses dois extremos, nos quais uma das partes contratantes apresenta, em diferentes níveis de intensidade,²⁷⁶ poder de

matrizes fabris está permitindo a produção dos mesmos bens a níveis cada vez mais aproximados de eficiência e produtividade, como ocorre, por exemplo, com as chamadas impressoras 3D, que possuem potencial para revolucionar muitos mercados, antes restritos a agentes econômicos com grande participações no mercado.

²⁷² Referem-se, precipuamente, às hipóteses de monopólios naturais. De acordo com Gregory Mankiw (2009, p. 489), trata-se de um monopólio que surge porque uma só empresa consegue ofertar um bem ou serviço a um mercado inteiro a um custo menor do que ocorreria se existissem duas ou mais empresas no mercado.

²⁷³ Oportuna investigação sobre a defesa do consumidor e a regulação na prestação de serviços públicos é o trabalho de Fernando Costa de Azevedo. (AZEVEDO, F. C. **Defesa do consumidor e regulação**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2002).

²⁷⁴ Pertinente consignar as palavras de Paulo Luiz Netto Lôbo, que registra que “[...] na sociedade atual, a cada passo, o cidadão ingressa em relações negociais, consciente ou inconscientemente, para satisfação de suas necessidades e desejos e para adquirir os bens da vida e os serviços. Até mesmo quando dormimos poderemos estar assumindo obrigações contratuais, como se dá com os fornecimentos de luz e de água [...]”. (LÔBO, 2003, p. 103).

²⁷⁵ Efetivamente, basta analisar o perfil das reclamações efetuadas por consumidores, como nos mostra o Cadastro de Reclamações Fundamentadas, editada pela Fundação de Amparo ao Consumidor do Estado de São Paulo – PROCON/SP, para constatar que o maior percentual de reclamações é referente a setores nos quais existe expressivo poder de mercado. (PROCON-SP, 2012, recurso eletrônico).

²⁷⁶ Desde já, importa salientar que aqui se sustenta que somente deve ser combatido o poder de mercado que é capaz de cercear severamente a liberdade contratual da parte vulnerável ou hipossuficiente, a qual, assim sendo, não possui qualquer possibilidade de exercer a sua autonomia volitiva. Desse modo,

mercado, o que pode causar distorções no mecanismo de mercado e não apenas no que tange aos preços, mas, em verdade, sobre vários ou até mesmo sobre todos os aspectos negociais dos contratos.

Dessa forma, considerando que a figura do mercado perfeitamente competitivo é geralmente uma ficção, sendo que, no cotidiano, vendedores ou compradores, quase sempre, apresentam um pouco que seja de poder de mercado, seja de monopólio ou monopsonio, não sendo raro apresentarem considerável ou até excessivamente tais poderes, até mesmo em relação a bens e serviços essenciais ou que são fundamentais no cotidiano da vida moderna,²⁷⁷ importante compreender como tal poder surge e como ele é exercido, para então contextualizá-lo propriamente ao mercado de capitais, inclusive perquirindo se tal falha efetivamente se apresenta nesse mercado, que é o que se verá a seguir, buscando fazê-lo, frise-se, da forma mais simplificada possível e, sobretudo, aplicável à análise jurídica, que aqui, não se pode olvidar, é o foco e desiderato maior.

Outrossim, vale salientar que aqui serão vistos tão somente os aspectos econômicos principais a respeito do poder de mercado, vez que se objetiva tão somente fornecer os elementos necessários para compreender a forma como o poder de mercado pode influir, isso se efetivamente ocorre, nas relações que se dão no mercado de capitais.

7.1 PODER DE MONOPÓLIO

Conforme já mencionado,²⁷⁸ o monopólio, em linhas gerais, corresponde àquelas situações nas quais existe apenas um produtor ou vendedor, diferentemente

percebe-se que, em muitos casos, não há sequer efetivo aumento, ainda que potencial, da utilidade (satisfação) recíproca dos agentes contratantes (em termos econômicos, o deslocamento para curvas de preferências mais elevadas), o que se espera obter através dos contratos; muito embora seja sabido e vale consignar que o indigitado aumento potencial, quando efetivados os contratos, pode ou não se realizar, dependendo especialmente da natureza e do objeto do contrato em questão (contratos bilaterais ou não, comutativos ou não, de risco e etc.).

²⁷⁷ Exemplos não faltam. Apenas para ilustrar, podem ser citados os casos de telefonia (celular e fixa), serviços de *internet* e televisão por assinatura, transporte comercial aéreo, atacado e varejo de produtos farmacêuticos, entre inúmeros outros e frise-se, o que não se restringe, tão somente, aos aspectos consumeristas, mas abrangem também os intermediários das cadeias de produção e distribuição, que muitas vezes apresentam menor poder de mercado do que os próprios consumidores finais.

²⁷⁸ Inafastável salientar a importância da obra (Microeconomia) de Robert Pindyck e Daniel Rubinfeld, o primeiro professor de Economia e Finanças da *Massachusetts Institute of Technology – MIT* e o segundo professor de Direito na *Robert L. Bridges* e de Economia na *Universidade da Califórnia, Berkeley*, para a elaboração dos gráficos do presente trabalho, os quais tiveram como fonte aqueles constantes da referida

dos cenários nos quais se supõe existirem diversos, onde a competitividade enseja o alcance de eficiência econômica e bem-estar social. Portanto, em situações como essa, isto é, nas quais existe poder de monopólio, ainda que em diferentes níveis de intensidade, as soluções obtidas em mercados sem qualquer regulação ou intervenção estatal podem não se revelarem tão eficientes como se supõe ocorrer quando existe competição, porquanto uma das principais premissas para que o mecanismo de mercado promova eficiência, qual seja, de que os agentes econômicos possuam liberdade para contratar,²⁷⁹ dentre as quais inclusive está inserida a possibilidade de negociar o conteúdo do contrato, não se faz presente ou, no mínimo, resta severamente comprometida.²⁸⁰

Pois bem, necessário compreender que se o monopolista desejar aumentar os seus preços não terá que se preocupar com eventuais concorrentes, porquanto os mesmos não existem; sendo que, ao contrário, caso existissem, poderiam cobrar preços menores e, assim, capturar uma fatia maior do mercado, substituindo aquele ou aqueles que decidissem aumentar os seus preços.

Dessa forma, o monopolista é visto, muitas vezes, como o próprio mercado, controlando a quantidade e o preço do produto que será colocado à venda. Importante salientar que tal premissa também é válida, *mutatis mutandis*, para as hipóteses nas quais muito embora não exista um monopólio perfeito, haja algum poder de monopólio. Nessas situações, ainda que o poder de monopólio não possa ser exercido com a mesma veemência, ainda assim poderá ser exercido por aqueles que o detiverem, em intensidade proporcional ao grau de monopólio apresentado.

Mas, pertinente ressaltar, isso não significa que o monopolista poderá cobrar qualquer preço que desejar, inclusive não poderá assim agir se a maximização dos

obra, sendo adaptados para melhor evidenciar as proposições aqui realizadas. Para maior detalhamento, pertinente consultar (PINDYCK; RUBINFELD, 2006, Cap. 10, 11 e 12).

²⁷⁹ De acordo com a tripla faculdade, isto é, contratar ou não contratar, escolher livremente com quem contratar e estabelecer livremente o conteúdo do contrato. No que diz respeito à forma, para a liberdade contratual é imprescindível, primordialmente, o consensualismo, pelo que, portanto, o consentimento recíproco é suficiente à conclusão do contrato, como informa o artigo 107 do código civil brasileiro: "[...] a validade da declaração de vontade não dependerá de forma especial, senão quando a lei expressamente a exigir [...]". (BRASIL, 2002).

²⁸⁰ Importante reiterar que no presente estudo não se está a defender a intervenção direta do Estado nos mercados ou nos domínios econômicos e privados, de modo a substituir o particular. Muito pelo contrário, advoga-se no sentido de que o Estado deva garantir o funcionamento do mecanismo de mercado, dentre o que está inserida a necessidade de garantir a liberdade contratual de todos os sujeitos envolvidos e, consequentemente, o efetivo exercício da autonomia volitiva (autodeterminação) para todas as partes contratantes, potenciais ou de fato, a fim de que seja ensejado o alcance de eficiência econômica e bem-estar social e mesmo individual. Justamente por isso, entendemos que a importância da regulação.

seus lucros for um dos objetivos perseguidos. Para atingir tal objetivo, qual seja, maximizar os seus lucros, o monopolista deverá, em primeiro lugar, determinar os seus custos, assim como as características da demanda do mercado no qual atua. Uma vez dispor de tais informações, o monopolista deverá decidir o quanto produzir e vender, sendo que o preço unitário recebido pelo monopolista será obtido diretamente a partir da curva da demanda de mercado. Desse modo, ele poderá determinar o preço, vez que a quantidade a ser vendida é obtida a partir da curva de demanda apresentada pelo mercado em questão, como será explicitado no tópico seguinte.

7.1.1 Decisão de Produção do Monopolista: Receita Total, Média e Marginal

A receita média do monopolista – o preço recebido por unidade vendida – é exatamente a própria curva da demanda do mercado. Então, para poder escolher o nível de produção capaz de maximizar os seus lucros, ou seja, a sua receita total,²⁸¹ o monopolista deverá também conhecer a sua receita marginal.²⁸²

Conforme se constata no estudo da Microeconomia, para que um produtor possa maximizar os seus lucros em um mercado competitivo, o mesmo deverá determinar o seu nível de produção (ou oferta) de tal forma que a sua receita marginal se iguale ao seu custo marginal. Da mesma forma, o monopolista, visando a maximizar os seus lucros, deverá produzir a quantidade na qual a sua receita marginal se iguale ao seu custo marginal.²⁸³ Assim, quando a receita marginal é positiva, a receita total aumenta com o aumento da quantidade transacionada. Todavia, quando a receita marginal é negativa, a receita total diminui na medida em que a quantidade transacionada aumenta.

Portanto, sendo a curva de demanda descendente, o preço (receita média) revela-se superior à receita marginal, porquanto todas as unidades são vendidas ao mesmo preço. Se as vendas aumentarem, o preço deverá diminuir, o que ocasionará declínio na receita total, pois, nesse caso, todas as unidades vendidas, e não apenas a unidade adicional, obterão um preço (receita média) menor, fazendo com que a receita total se reduza.

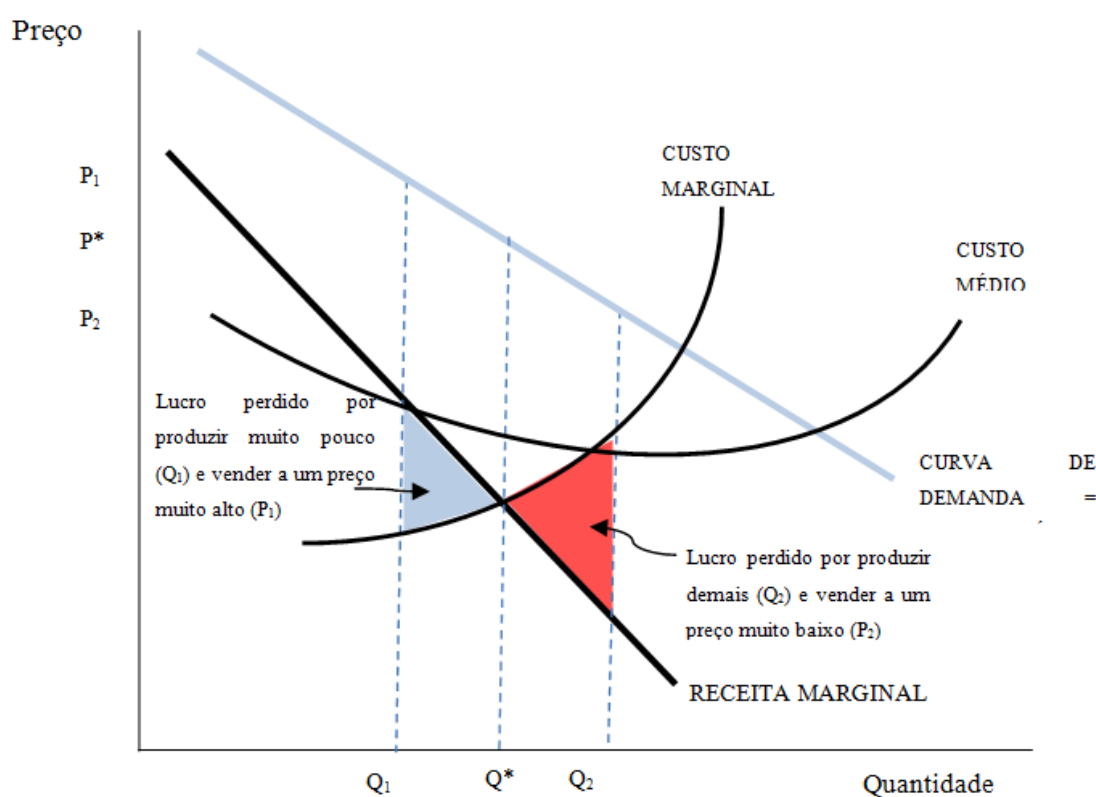
²⁸¹ A receita total corresponde a todo o valor recebido pelo monopolista em razão de suas vendas.

²⁸² A receita marginal é a variação na receita resultante do aumento da produção em uma unidade.

²⁸³ O custo marginal é a mudança no custo variável associada ao aumento de uma unidade de produto.

Dessa forma, compreendidas as premissas acima explanadas, analisaremos agora a decisão de produção (ou oferta) do monopolista. Basicamente, o questionamento a ser respondido é qual o nível de produção a ser eleito pelo monopolista que visa a maximizar os seus lucros. Nesse sentido, da mesma forma que no mercado competitivo, o ofertante que busca maximizar os seus lucros deverá determinar o seu nível de produção de tal forma que a receita marginal seja igual ao custo marginal, o que não é diferente no caso do monopólio, conforme se observa no Gráfico a seguir.

Gráfico 1 – Demonstração Gráfico do Monopólio²⁸⁴



Fonte: do autor.

Assim sendo, como se permite constatar, o monopolista, via de regra, irá produzir uma quantidade menor e irá ofertá-la a um preço maior do que ocorreria em

²⁸⁴ Interessante esclarecer que Q^* é o nível de produção para o qual a receita marginal é igual ao custo marginal. Assim, se o ofertante, por exemplo, uma empresa, produzir uma quantidade menor, Q_1 , ela sacrificará parte de seus lucros, porquanto a receita extra que poderia ser obtida com a produção e a venda das quantidades que se encontram entre Q_1 e Q_2 excederia seu custo de produção. Analogamente, se fosse aumentado o seu nível de produção de Q^* para Q_2 , haveria uma redução de seus lucros, pois o custo adicional decorrente desta produção a maior excederia a receita adicional daí advinda. Dessa forma, importante ter em mente que o lucro é maximizado quando a receita marginal se iguala ao custo marginal.

um mercado competitivo. E, como já salientado, ainda que não se trate de caso de monopólio puro, na maioria dos mercados é frequente que os agentes econômicos que dele fazem parte apresentem algum grau de poder de mercado, o que não coincide com a suposição, por vezes corrente, de que os mercados, em regra, são perfeitamente competitivos, nos quais as forças da oferta e da demanda interagem livremente, de modo a atingir os pontos de eficiência de preço e quantidades transacionadas.

Contudo, inafastável registrar, com muito destaque, que mesmo um considerável poder de monopólio não implica necessariamente na obtenção de altos lucros. Os lucros, em verdade, dependem da relação entre o custo médio e o preço, pelo que um ofertante que possua maior poder de monopólio pode obter menores lucros do que um ofertante que possua menor poder de monopólio, desde que os seus custos médios sejam mais altos.

7.1.2 Deslocamentos da Oferta e da Demanda

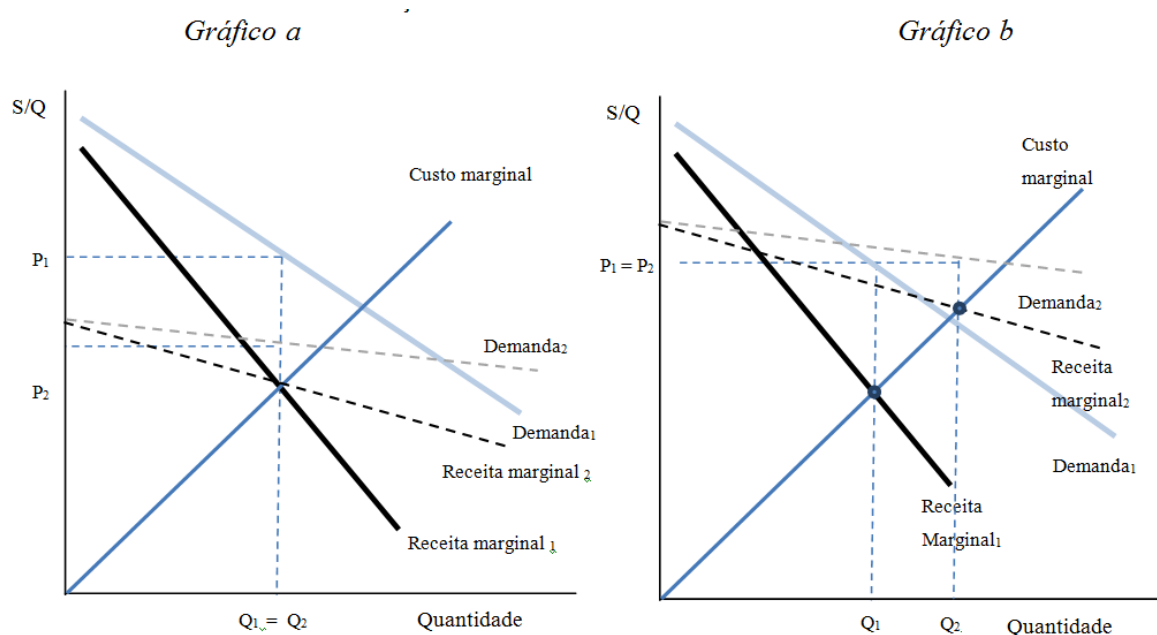
Em um mercado competitivo, deslocamentos da demanda normalmente provocam variações tanto no preço como na quantidade, porquanto é ofertada uma quantidade específica para cada nível de preço, havendo uma nítida relação entre os preços e as quantidades disponibilizadas. Essa relação é representada pela curva da oferta, que representa o custo marginal de produção para todos os ofertantes. Assim, a curva da oferta informa qual a quantidade deverá ser produzida para cada nível de preço.

Em um mercado monopolista, todavia, não existe a curva de oferta, isto é, não há uma relação biunívoca entre o preço e a quantidade produzida. Isso ocorre porque a decisão do nível de produção do monopolista depende não só do custo marginal, mas também do formato da curva da demanda.

Consequentemente, deslocamentos da curva da demanda não conseguem indicar os preços e as quantidades correspondentes na curva de oferta, como ocorre em um mercado competitivo. Ao contrário, os deslocamentos da demanda podem resultar em variações do preço sem que exista variação da quantidade ofertada, bem como variações da quantidade ofertada sem que exista variação do nível de preços ou, ainda, podem resultar em variações em ambas as variáveis, isto é, tanto das quantidades quanto dos preços.

Nesse sentido, pertinente salientar uma crucial diferença que se observa entre os ofertantes que se encontram em um mercado onde existe concorrência perfeita e aqueles que detêm poder de monopólio. Para os ofertantes que se encontram em um mercado onde há concorrência perfeita, o preço praticado é igual ao custo marginal; todavia, para aqueles que possuem poder de monopólio, o preço que praticam é superior ao custo marginal, conforme pode se observar através do cotejo das ilustrações abaixo, que revelam as diferenças entre um e outro caso.

Gráfico 2 – Deslocamentos da Demanda²⁸⁵



Fonte: Do autor.

Vale registrar que uma das formas de se medir o poder de monopólio é através do chamado Índice de Lerner de Poder de Monopólio ou, mais simplesmente, Índice de Lerner, introduzido pelo economista Abba Lerner, em 1934. Trata-se de uma medida que visa a aferir o quanto o preço que maximiza o lucro excede o custo

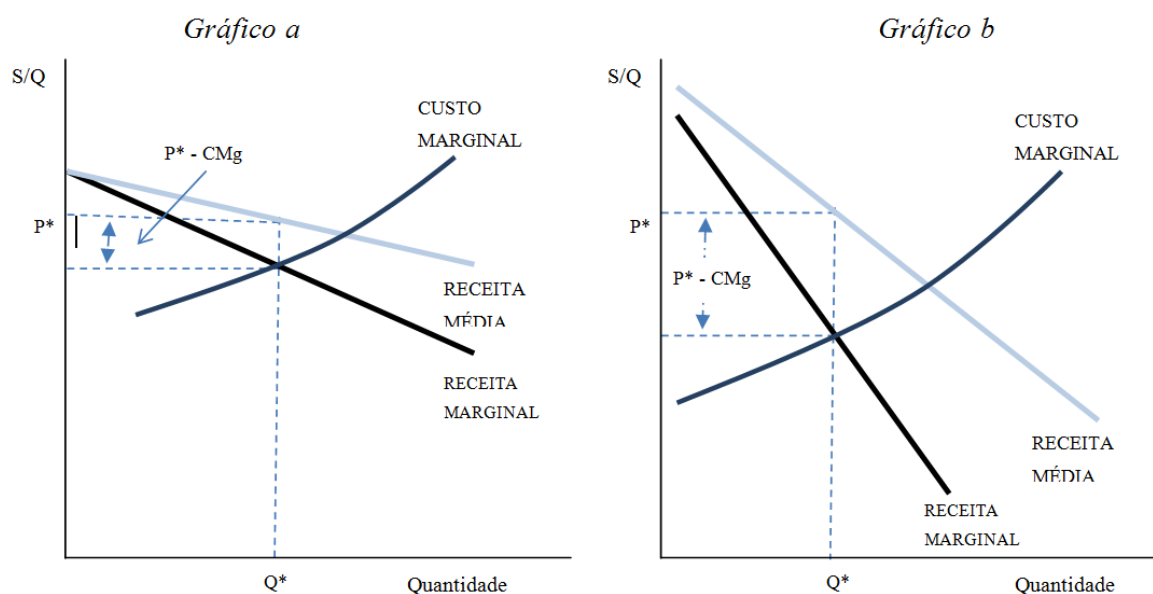
²⁸⁵ Importa consignar que o deslocamento da curva de demanda permite demonstrar que um mercado monopolista não possui curva de oferta, isto é, não há relação biunívoca entre o preço e a quantidade produzida. Como se vê no **gráfico a**, representativo de um mercado competitivo, a curva de demanda D_1 desloca-se, tornando-se a nova curva de demanda D_2 . Entretanto, a nova curva da receita marginal, RMg_2 , cruza com a curva do custo marginal no mesmo ponto em que se situava a antiga curva do custo marginal RMg_1 , pelo que a quantidade ofertada permanece inalterada, sendo que o preço, no entanto, reduz-se para P_2 . Já no **gráfico b**, representativo de um mercado monopolista, a nova curva da receita marginal, RMg_2 , cruza com a curva do custo marginal em Q_2 , em um nível de produção mais elevado. No entanto, como a demanda possui agora elasticidade maior, o preço permanece inalterado.

marginal. Assim, pode-se utilizar a relação de *markup*,²⁸⁶ ou seja, toma-se o preço e subtrai-se o custo marginal, para após dividir este resultado pelo preço. A sua representação matemática é a seguinte:

$$L = (P - CMg)/P$$

Como se vê, o Índice de Lerner de Poder de Monopólio é uma medida do poder de monopólio calculada com relação ao excesso de preço sobre o custo marginal, como fração do preço. O referido índice possui valor entre zero e um, sendo que para um ofertante perfeitamente competitivo, tem-se o preço igual ao custo marginal ($P = CMg$) e, portanto, o índice de Lerner é $L = 0$. Quanto maior for o L , maior será o grau de poder de monopólio. Esse índice também pode ser expresso em termos da elasticidade da demanda com que o ofertante se defronta.

Gráfico 3 - Elasticidade da Demanda e Preço de Markup²⁸⁷



Fonte: Do autor.

²⁸⁶ Conforme Paulo Sandroni, *markup* trata-se de um “Termo em inglês que significa a diferença entre o custo total de produção de um produto e seu preço de venda ao consumidor final. A diferença indica o custo da distribuição física, ou seja, quanto custa levar o produto de onde está armazenado até as mãos do consumidor final, mais o lucro do produtor, dos intermediários e varejistas. Por exemplo, se o custo de produção de um produto é igual a R\$ 20,00 e o preço ao consumidor final deve ser 30% mais elevado (ou um markup de 30%), o preço final ao consumidor deverá ser de R\$ 20,00 + 30% = R\$ 26,00.”. (SANDRONI, 2004, p. 368).

²⁸⁷ Conforme nos informam Pindyck e Rubinfeld (2006) o *markup* $(p - cmg)/p$ é igual ao negativo do inverso da elasticidade da demanda do ofertante. Se a sua demanda for elástica, como é demonstrado no gráfico a, o *markup* será pequeno e o ofertante terá pouco poder de monopólio. Contudo, se a demanda for relativamente inelástica, ocorrerá o oposto, como demonstrado no gráfico b.

7.1.3 Custos Sociais do Poder de Monopólio

Como já se salientou, em um mercado competitivo, o preço é igual ao custo marginal. Por outro lado, havendo poder de monopólio, o preço ultrapassa o custo marginal. Dessa forma, considerando que o poder de monopólio resulta em preços mais elevados e quantidades ofertadas mais reduzidas, é consectário lógico supor que a situação dos consumidores resulta prejudicada, bem como, de modo inverso, seja beneficiada a situação dos ofertantes. Assim sendo, é importante verificar se tal hipótese realmente se concretiza, bem como se o poder de monopólio melhora ou piora o bem-estar dos demandantes (ou consumidores) e ofertantes (ou produtores) considerados em conjunto e atribuindo-se o mesmo valor ao bem-estar de ambos.

Tal questionamento deve ser enfrentado e respondido analisando-se comparativamente o que ocorre com os excedentes dos consumidores e dos produtores (ofertantes) quando um mercado competitivo produz (oferta) uma mercadoria e quando um monopolista abastece todo o mercado, supondo que o mercado competitivo e o monopolista tenham as mesmas curvas de custo.

Antes, porém, deve ser esclarecido o que são os denominados excedentes do consumidor e do produtor. Frise-se que o excedente do consumidor é o benefício total obtido pelos consumidores, ou seja, é o agregado dos benefícios individuais dos consumidores, que correspondente à soma do valor que cada um dos consumidores percebe além daquilo que paga por determinado bem. Em outros termos, é a soma das diferenças de valor entre aquilo que efetivamente pagam e os seus respectivos preços de reserva²⁸⁸ - preço máximo que se está disposto a pagar por determinado bem - de cada um dos consumidores que efetivamente realizam as transações no mercado.²⁸⁹ O Excedente do Produtor, por seu turno, é a soma das diferenças entre o preço de mercado e o custo marginal de produção relativos a todas as unidades produzidas pelo ofertante.²⁹⁰

Assim, para maximizar os lucros, o ofertante fornece a quantidade no nível em que a receita marginal se iguala ao custo marginal. Em um mercado competitivo, o

²⁸⁸ Conforme Pindyck e Rubinfeld (2006, p. 599), é o “Preço máximo que um consumidor está disposto a pagar por um produto.”

²⁸⁹ Conforme leciona Hubbard e O'Brien (2010, p. 1131), o excedente do consumidor é a “[...] diferença entre o preço mais alto que um consumidor está disposto a pagar e o preço que o consumidor efetivamente paga.”

²⁹⁰ Já o Excedente do Produtor é a “[...] diferença entre o menor preço que uma empresa estaria disposta a aceitar e o preço que ela de fato recebe.” (*Ibid.*, p. 1131).

preço deve igualar-se ao custo marginal, portanto, o preço e a quantidade competitivos encontram-se no ponto de intersecção da curva da receita média (demanda) com a curva de custo marginal.

Já no contexto de monopólio, o preço é mais alto e os consumidores adquirem em menor quantidade. Devido ao preço mais alto, os consumidores que adquirem a mercadoria perdem excedente, uma vez que é reduzida a diferença entre o preço efetivo e o preço de reserva, que, como já salientado, é o preço máximo que um consumidor está disposto a pagar por um determinado produto. Outrossim, haverá consumidores potenciais que ao preço mais elevado não irão adquirir a mercadoria, o que também representa perda de excedente do consumidor.

O produtor, muito embora tenha um lucro maior, isto é, haja aumento do seu excedente, considerando que produz e vende uma quantidade menor, deixa de ganhar o lucro adicional que perceberia caso produzisse e vendesse aquilo que deixou de realizar fixando preços mais elevados, o que representa perda de excedente.

Dessa forma, subtraindo-se a perda de excedente do consumidor do ganho de excedente do produtor, observa-se uma perda líquida de excedente. Em outras palavras, atribuindo-se o mesmo valor aos ganhos e perdas de demandantes (consumidores) e ofertantes (produtores), a magnitude dos ganhos do produtor (excedente do produtor) não compensa as perdas dos consumidores (excedente do consumidor). Portanto, como é possível verificar, remanesce um peso morto em decorrência do poder de monopólio, o qual representa o custo social desse poder e que se consubstancia em uma ineficiência econômica, a qual compromete, assim, o bem-estar social, como se vê no gráfico a seguir.

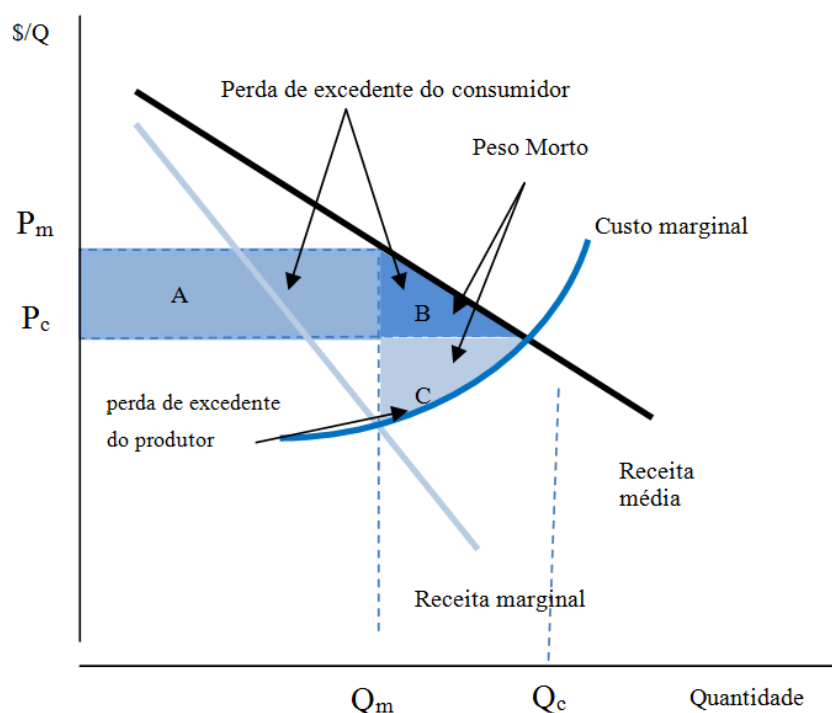
Portanto, cabe ressaltar o conceito de peso morto, que consiste na perda líquida de excedente total, ou seja, considerando-se tanto o excedente do consumidor como do produtor. Aliás, nesse sentido vale trazer à baila o significado de excedente econômico, que é justamente a soma dos excedentes do consumidor e do produtor.²⁹¹

Nesse tocante, ademais, vale esclarecer que ainda que os ganhos do monopolista fossem isonomicamente partilhados com os demandantes, como que por meio de uma política redistributiva, através, por exemplo, da incidência de impostos dos quais a receita fosse posteriormente revertida em prol dos consumidores, ainda assim se observaria a indigitada ineficiência, pois o nível de produção é menor do que

²⁹¹ (HUBBARD; O'BRIEN, 2010, p. 1131).

em um mercado competitivo. Em outras palavras, o peso morto é o custo social do exercício do poder de monopólio, sendo que os benefícios obtidos pelos ofertantes não compensam as perdas sofridas pelos demandantes, constituindo-se, na hipótese, em uma ineficiência não passível de ser afastada.

Gráfico 4 – Custo Social: O Peso Morto²⁹²



Fonte: Do autor.

7.1.4 Fontes do Poder de Monopólio

Mandatário investigar o que faz com que surja o poder de monopólio, ou seja, quais são as suas origens em termos agregados, buscando-se explicar o motivo pelo qual alguns ofertantes possuem considerável poder de monopólio, enquanto outros possuem pouco ou mesmo nenhum. Como visto, o poder de monopólio está alicerçado

²⁹² Vale salientar que os triângulos e o retângulo hachurados mostram as alterações ocorridas nos excedentes do consumidor e do produtor quando se passa de um cenário de competição, com o preço P_c e a quantidade Q_c , para um cenário de monopólio, onde o preço é P_m e a unidade Q_m . Dessa forma, em consequência do preço mais alto, os consumidores perdem $A + B$, e o produtor ganha $A - C$. O peso morto, que corresponde à perda de excedentes econômicos, que não é apropriado por ninguém, corresponde à soma dos triângulos $A + C$.

na capacidade do preço ser definido acima do custo marginal, sendo que a magnitude na qual o preço ultrapassa o custo marginal depende do inverso da elasticidade da demanda²⁹³ com a qual o ofertante se defronta. Frise-se que quanto menos elástica for a curva da demanda na qual o ofertante se depara, maior poder de monopólio ele terá. Portanto, em termos pragmáticos, o determinante do poder de monopólio é a elasticidade da demanda na qual o ofertante está sujeito.

Dessa maneira, é pertinente perscrutar porque alguns ofertantes se deparam com curvas de demanda mais elásticas, enquanto que outros se defrontam com curvas de demanda menos elásticas. De acordo com o que dispõe a literatura sobre o tema²⁹⁴, três são os principais determinantes do grau de elasticidade da demanda na qual os ofertantes se deparam, quais sejam: a) a elasticidade da demanda de mercado; b) o número de ofertantes que atuam no mercado; e c) a interação entre os ofertantes (ou o grau de interação verificado entre os ofertantes); como se analisa mais detidamente a seguir.

7.1.4.1 A Elasticidade da Demanda

Como a demanda percebida pelo ofertante será ao menos tão elástica quanto a demanda do mercado, a elasticidade da demanda do mercado limita o potencial de poder de monopólio, ou seja, define o máximo de elasticidade da demanda na qual o ofertante poderá se deparar. Assim, se houver apenas um ofertante, o que configuraria a hipótese de um monopólio puro, a curva de demanda a qual o monopolista se deparará será a própria curva de demanda do mercado. Nessa hipótese, o grau de poder

²⁹³ Primeiramente, importa esclarecer que a elasticidade, grosso modo, é a variação percentual em uma variável que resulta do aumento de 1% na outra. Já a elasticidade da demanda ou elasticidade preço da demanda consiste na porcentagem de variação na quantidade demandada de um bem que resulta de 1% de aumento em seu preço. Oportuno dizer que a elasticidade de preço da demanda é, em geral, um número negativo. “Quando o preço de uma mercadoria aumenta, a quantidade demandada em geral cai, e, dessa forma, $\Delta Q / \Delta P$ (a variação da quantidade demandada correspondente a uma variação no preço) é negativa, e, portanto, E_p é um valor negativo. Às vezes nos referimos à magnitude da elasticidade de preço – isto é, a seu valor absoluto. Por exemplo, se $E_p = -2$, dizemos que a elasticidade é 2 em magnitude. Quanto a elasticidade de preço é superior a 1 em magnitude, dizemos que a demanda é elástica ao preço, porque o percentual de redução da quantidade demandada é maior que o percentual de aumento no preço. Se a elasticidade de preço for menor que 1 em magnitude, dizemos que a demanda é inelástica ao preço. Em geral, a elasticidade de preço da demanda por uma mercadoria depende da disponibilidade de outras mercadorias que possam ser substituídas por ela. Quanto existem substitutos, um aumento no preço faz com que o consumidor passe a comprar menos de tal mercadoria e mais do bem substituto. Então, a demanda será altamente elástica ao preço. Quando não existem substitutos, a demanda tenderá a ser inelástica ao preço.” (PINDYCK; RUBINFELD, 2006, p. 28).

²⁹⁴ (*Ibid.*, p. 303).

de monopólio do ofertante dependerá integralmente da elasticidade da demanda do mercado.

Entretanto, normalmente observam-se ofertantes competindo entre si, pelo que, nessas situações, a elasticidade da demanda do mercado define o limite para a elasticidade da demanda de cada ofertante, isto é, o máximo de elasticidade que poderá se defrontar qualquer ofertante. Isto ocorre porquanto havendo poder de monopólio e a existência de mais de um ofertante, é possível que cada deles se depare com uma curva de demanda específica, ou seja, que leva em conta as peculiaridades de cada um dos ofertantes, inclusive a capacidade de diferenciação de seus produtos e serviços.

Como ilustração, podem-se apontar dois públicos e notórios exemplos do comércio internacional, os quais são bastante distintos e bem demonstram a influência da elasticidade sobre a imposição do poder de mercado, na hipótese, do poder de monopólio. O primeiro é a situação vivenciada pela Organização dos Países Produtores de Petróleo (OPEP), que durante a década de 1970 e início da década de 1980, obteve êxito aumentando os preços desta *commodity* muito acima dos custos marginais de sua produção. No caso, importa ponderar que a demanda por petróleo, pelo menos no curto prazo, é razoavelmente inelástica, motivo pelo qual a OPEP conseguiu influenciar consideravelmente os preços.

O segundo exemplo diz respeito às diversas tentativas dos produtores de mercadorias como café²⁹⁵, cacau, estanho e cobre de formarem cartéis e, com isso, elevarem os preços. Na hipótese, todavia, como a demanda por estas mercadorias é muito mais elástica, mesmo as tentativas de se formarem cartéis²⁹⁶ e, assim, manipular o preço, revelaram-se, na grande parte das vezes, inexitosas. Como se infere, a

²⁹⁵ Sobre o café, interessante artigo que objetiva gerar estimativas preliminares sobre a demanda mundial de café verde e sobre o comportamento dos ofertantes, a fim de avaliar o grau de competição nesse mercado nos últimos 20 anos, em particular sobre o segmento de café arábica natural, variedade majoritariamente exportada pelo Brasil, é o de autoria de NISHIJIMA, M.; SAES, M. S. M.; POSTALI, F. A. S. Análise de concorrência no mercado mundial de café verde. **Revista de Economia Sociologia Rural**, Brasília, v. 50, n. 1, mar. 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S010320032012000100004&lng=en&nrm=is>. Acesso em: 15 jan. 2017.

Nesse contexto, oportuno salientar a importância da possibilidade da realização de operações de *hedge* em mercados de mercadorias, derivativos e futuros, o que, contudo, na realidade brasileira, embora exista, não apresente a devida liquidez. Assim sendo, é verificada com frequência a realização destas espécies de transações por grandes *players* no exterior.

²⁹⁶ Cumpre esclarecer que cartel representa o mercado no qual alguns ou todos os ofertantes realizam coalizões e coordenam os preços e níveis de produção para maximizar os seus lucros conjuntamente. De outro lado, o oligopsônio representa o mercado que possui poucos compradores, fazendo emergir, assim, poder de monopólio, o que será visto a seguir. Para aprofundamento, claras são as explicações de Varian (2006, Cap. 26, 27).

elasticidade da demanda do mercado, de qualquer forma, limita o potencial do poder de monopólio de cada um dos ofertantes (produtores).

7.1.4.2 O Número de Ofertantes atuando no Mercado

Havendo muitos ofertantes, será muito pouco provável que qualquer um deles possua a capacidade de influenciar significativamente o preço de mercado, ainda que consideradas as eventuais capacidades de diferenciação do bem que é ofertado (como ocorre com o fenômeno cada vez mais frequente da customização de produtos), sob pena de, a bem da verdade, estar-se criando o mercado de outro bem ou serviço. Nesse sentido, o número de ofertantes é fator determinante da curva de demanda que se apresenta no mercado e, conseqüentemente, do poder de monopólio.

De modo geral, se outros fatores permanecerem inalterados, o poder de monopólio de cada ofertante diminuirá à medida que aumentar o número de ofertantes que atuam no mercado, porquanto a competição existente fará com que aqueles que promovam aumentos em seus preços venham a perder participação ou mesmo sejam totalmente substituídos pelos seus concorrentes, dependendo das diferenças das curvas de demandas específicas observadas por cada um dos ofertantes, o que, como já salientado, também depende da elasticidade da demanda que cada ofertante especificamente enfrenta.

Outrossim, vale dizer que não é simplesmente o número de ofertantes que influencia o poder de mercado, mas sim a composição qualitativa da oferta, em outras palavras, a existência de ofertantes importantes, considerados assim aqueles que detenham participações (*market share*)²⁹⁷ significativas do mercado. Aliás, mercados altamente concentrados, nos quais poucos compõem a oferta, apresentam maior tendência a revelarem poder de monopólio. Justamente nessa linha é a denominada taxa de concentração do mercado, que mede a fração de participação dos maiores ofertantes, constituindo-se em uma estatística frequentemente utilizada para descrever o grau de concentração de um mercado.

²⁹⁷ “Significa, literalmente, ‘participação no mercado’, isto é, a fração do mercado controlado por uma empresa ou participação no mercado nas vendas de um determinado produto. Avalia-se que quando uma só empresa tem uma participação superior a 10% de um mercado, ela já é capaz de influir na fixação de preços nesse mercado.”. (SANDRONI, 2004, p. 368).

Contudo, há que se esclarecer que além da concentração, barreiras à entrada, as quais se constituem em obstáculos ao ingresso de novos ofertantes, também contribuem para o surgimento do poder de monopólio, tendo em conta que representam dificuldades para o acesso de novos concorrentes. Inolvidável mencionar que a existência de barreiras à entrada pode ocorrer por diversas razões, entre elas naturais e legais, sendo que, o que aqui mais nos importa, por meio de disciplina regulatória.

Exemplo de uma barreira de entrada de origem legal é o caso da existência de patente conferida à empresa farmacêutica, a qual lhe confere o direito de produzir, com exclusividade, determinado medicamento, durante determinado período. No decorrer desse período e até que se expire o período de validade da patente, o direito de produção lhe é reservado, existindo, portanto, uma barreira à entrada no mercado, impedindo que novos concorrentes possam ofertar este mesmo produto. Assim, a empresa farmacêutica detentora dessa patente poderá exercer o seu poder de monopólio, especialmente se a demanda para o remédio em questão, isto é, aquelas pessoas que necessitam e adquirem esse produto, apresentem baixa elasticidade, ou seja, não possam deixar de comprá-lo, tampouco substituí-lo por outro medicamento semelhante.²⁹⁸

Do mesmo modo, direitos autorais, por exemplo, podem se constituir em barreiras à entrada, assim como a necessidade de obtenção de licenças governamentais, como no caso de serviços telefônicos, transmissões de televisão ou transporte rodoviário interestadual e intermunicipal e, igualmente, instituições financeiras e bancárias. Não diferente é a necessidade de registro para negociação de valores mobiliários, assim como a autorização concedida pelo órgão regulador, no caso, a Comissão de Valores Mobiliários.

Quanto ao monopólio natural, que é oriundo de barreiras à entrada de origem natural, importa esclarecer que diz respeito aos casos em que é mais eficiente que haja apenas um ofertante para o atendimento de toda a demanda, porquanto ela é atendida a um custo inferior ao qual seria verificado caso existissem outros ofertantes. Dessa forma, é preferível permitir que apenas um ofertante, sozinho, atenda a todo o mercado, ao invés da existência de diversos ofertantes competindo entre si. A explicação para a eficiência do monopólio natural reside, normalmente, na existência

²⁹⁸ Sobre o tema, interessante citar o estudo de CORREA, C. M. **Propriedade intelectual e saúde pública**. Florianópolis: Fundação Boiteaux, 2007.

de grandes economias de escala,²⁹⁹ ou seja, a elevação da produção resulta no declínio do custo médio dos bens ou serviços produzidos, permitindo a redução dos preços unitários percebidos pelos consumidores.³⁰⁰

De modo contrário, havendo um maior número de fornecedores, a consequente produção reduzida de cada um deles impede a redução do custo médio, que se apresenta acima daquele que é observado na hipótese de monopólio, o que resulta em preços unitários mais elevados. Evidentemente, nessa espécie de situação, de monopólio natural, é comum haver, por parte do Estado que concede o direito à exploração, a regulamentação ou o controle dos preços, assim como da qualidade dos bens e serviços fornecidos, a fim de que o consequente poder de mercado (de monopólio) que daí emana não seja abusivamente exercido, de forma a prejudicar os consumidores.

7.1.4.3 O Grau de Interação entre os Ofertantes

Igualmente, o grau de interação entre os ofertantes é um fator deveras importante para a existência do poder de monopólio. Isto porque, ainda que existam apenas poucos ofertantes atuando no mercado, em não havendo interação entre eles, não haverá a possibilidade de que cada um, isoladamente, promova a elevação de seus preços com vistas ao aumento de lucros, ao menos sem que tal providência resulte na perda de participação no mercado, especialmente se houver agressiva concorrência, na qual cada um dos ofertantes procura captar a maior fatia possível do mercado.

Portanto, a forma de interação entre os ofertantes é extremamente importante para o surgimento de poder de monopólio, uma vez que, independentemente do número de ofertantes, havendo interação, de forma proposital (conluio) ou não (involuntária), o poder de mercado poderá se revelar. Assim, ainda que sejam diversos

²⁹⁹ Quanto ao monopólio natural, oportuno registrar: “Nesse caso, é papel do setor público impedir que a empresa exerça seu poder de mercado. Usualmente, essa é a função das agências de defesa da concorrência, que têm como missão limitar o grau de concentração industrial e coibir práticas anticompetitivas. Como a formação de cartéis, vendas casadas e outras condutas semelhantes, como discutido no Capítulo 8. Em certas situações, porém, a tecnologia de produção é tal que é eficiente ter uma única empresa atendendo a todo o mercado relevante, caso em que em que o mercado é caracterizado pela existência de um monopólio natural. Isso ocorre quando a tecnologia de produção é caracterizada por economias de escala e escopo, fazendo com que a curva de custo seja subaditiva, ou exiba subatividade.” (PINHEIRO; SADDI, 2005. p. 262).

³⁰⁰ Como já salientado, as novas tecnologias estão a transformar inclusive os mercados tradicionalmente considerados monopólios naturais.

os ofertantes, se não existir concorrência entre os mesmos, limitando-se, coordenadamente, os níveis de produção, bem com elevando-se os preços, observar-se-á substancial poder de monopólio.

Diferentemente, mesmo que existam apenas dois ofertantes, se existir competição agressiva, os incentivos destinados à captura de maiores fatias de mercado poderão fazer com que os preços sejam reduzidos a níveis competitivos, não havendo, desse modo, o surgimento de poder de monopólio.

De qualquer forma, importante registrar que o poder de monopólio deve ser considerado dentro de um contexto dinâmico, porquanto as curvas de demanda de mercado podem se apresentar, por exemplo, inelásticas no curto prazo, porém elásticas no longo prazo. Outrossim, um poder de monopólio real ou potencial verificado no curto prazo pode permitir que um ofertante torne-se mais competitivo no longo prazo. Analogamente, lucros extraordinários no curto prazo podem induzir novos ofertantes a entrar em um determinado setor, reduzindo, por conseguinte, o poder de monopólio no longo prazo.

7.2 PODER DE MONOPSÔNIO

O monopsônio se caracteriza pela situação na qual existe apenas um comprador no mercado, pelo que o preço depende das quantidades que por ele são adquiridas. Desse modo, o comprador monopsonista escolhe a quantidade que maximiza o seu benefício líquido, ou seja, a quantidade que é capaz de tornar a diferença entre o valor obtido e o preço efetivamente pago pelos bens a maior possível; diferentemente do que ocorreria em um mercado competitivo, onde o preço praticado é aquele determinado livremente pelo embate das forças dos agregados da oferta e da demanda, identificado graficamente pelo ponto em que as curvas da demanda e da oferta se cruzam.

Assim sendo, é possível constatar que o poder de mercado pode surgir não apenas pelo lado da oferta, através do poder de monopólio, que ocorre quando há apenas um, poucos ou mesmo quando existem diversos ofertantes atuando de modo coordenado, de modo a influenciar os preços praticados e as quantidades ofertadas; mas, necessário salientar, o poder de mercado pode também surgir pelo lado da demanda, o que é chamado de poder de monopsônio.

Dessa maneira, registre-se que o poder de monopsônio se caracteriza pela existência de capacidade por parte do comprador (ou compradores) de influenciar os preços dos bens, fazendo com que os preços sejam inferiores aos quais prevaleceriam em um mercado competitivo,³⁰¹ com o objetivo de maximizar os seus benefícios, sendo que a posição dos ofertantes (vendedores) resta prejudicada. Aliás, nesse mesmo sentido, importante referir o oligopsônio, que diz respeito às hipóteses em que o mercado exibe poucos compradores (e não apenas um), observando-se poder de mercado.

Muito embora o monopsônio puro seja mais raro, com frequência observam-se mercados onde existem apenas poucos compradores, os quais apresentam, pelo menos, algum poder de monopsônio. Por exemplo, no Brasil, no mercado de grãos, as quatro maiores compradoras (Bunge, Cargill, ADM e Dreyfus) adquirem cerca de dois terços de toda a produção de grãos do País, obviamente apresentando, assim, considerável poder de mercado,³⁰² influenciando não só os preços, mas, frise-se, diversos aspectos que compõem o mercado, bem como decisões que, em princípio, caberiam aos próprios produtores.

Neste ponto, oportuno mencionar que o maior desenvolvimento do mercado de capitais e, dentro dele, um mercado de mercadorias, derivativos e futuros no Brasil maior e com mais liquidez poderia trazer grandes ganhos em termos de eficiência econômica, especialmente para os produtores rurais, os quais, da forma como está, sofrem em razão do poder de monopsônio dos poucos e grandes compradores das *commodities* agrícolas mais produzidas no País.

Enquanto que em um mercado competitivo o preço e o valor marginal são iguais, um comprador monopsonista, no entanto, pode adquirir a mercadoria por

³⁰¹ Vale reiterar a suposição que é feita no presente trabalho, a qual, diferentemente da simplificação que é realizada no estudo da Microeconomia, sustenta que o poder de mercado, seja ele de monopólio ou monopsônio, não se restringe à influência sobre os preços e as quantidades dos bens ou serviços envolvidos, mas também é exercida sobre diversos elementos e aspectos do mercado, até mesmo porque não existem razões lógicas para se presumir que este poder seja utilizado exclusivamente sobre o preço e a quantidade, o que se verifica sobremodo no processo negocial e atinge, portanto, a eficiência negocial. Assim sendo, a parcela dispositiva do contrato (isto é, aquela na qual as partes negociam livremente, com base na autonomia privada) resta severamente determinada por uma das partes, atingindo não só o objeto do contrato e a divisão dos excedentes, mas disposições referentes à divisão dos riscos, consectários do descumprimento, garantias e etc., por isso, também, a regulação se faz imprescindível.

³⁰² OLIVEIRA, C. M.; SANTANA, A. C. A governança no Arranjo Produtivo de Grãos de Santarém e Belterra, estado do Pará: uma análise a partir do grão soja. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, Brasília, v. 50, n. 4, dec. 2012. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S010320032012000400006&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 14 jan 2017.

preços mais baixos do que o seu valor marginal. A magnitude da redução do preço em relação ao valor marginal depende da elasticidade da oferta com a qual o comprador se defronta. Se a oferta for muito elástica, essa redução será pequena e o comprador terá pouco poder de monopólio. E, inversamente, se a oferta for muito inelástica, a redução será considerável e o comprador possuirá grande poder de monopólio.

7.2.1 Decisão de Compra do Comprador com Poder de Monopólio

Inicialmente, frise-se que para se identificar qual a quantidade a ser adquirida por um comprador que pretenda maximizar os seus benefícios, deve-se aplicar o princípio marginal básico, ou seja, deverá ser adquirida a quantidade de bens na qual a última unidade possibilite a obtenção de um valor adicional (ou utilidade) exatamente igual ao custo da última unidade, isto é, em termos marginais,³⁰³ o benefício adicional deve ser exatamente capaz de compensar o custo adicional.

Logicamente que a partir da proposição acima referida emerge a indagação de como é determinado o valor marginal,³⁰⁴ o qual, frise-se, não pode ser confundido com o preço.³⁰⁵ Nesse sentido, deve ser esclarecido que a curva de demanda individual determina o valor marginal (ou a utilidade marginal) em função da quantidade adquirida. Assim, a curva de valor marginal é a curva de demanda do bem. Já a curva individual da demanda é descendente, porque o valor marginal obtido pela compra de mais uma unidade de um bem diminui à medida que aumenta a quantidade total adquirida.

Por sua vez, o custo adicional da compra de mais de uma unidade de um produto é chamado de despesa marginal,³⁰⁶ a qual dependerá do poder apresentado pelo adquirente, isto é, se trata-se de um comprador competitivo ou com poder de monopólio. Aqui, imperioso esclarecer que o custo adicional é um indicador referente ao comprador e que não está diretamente relacionado ao custo de produção do bem, o qual, por sua vez, interessa sobremaneira ao produtor.

³⁰³ Utiliza-se o termo valor marginal para designar o benefício adicional da compra de mais de uma unidade do bem adquirido.

³⁰⁴ Benefício adicional que é derivado da compra de uma mercadoria adicional de um determinado bem ou serviço.

³⁰⁵ Para aprofundamento do tema, ver Pindyck e Rubinfeld (2006, Cap. 4).

³⁰⁶ Custo adicional da compra de mais uma unidade de um produto.

Dessa forma, em se tratando de um comprador competitivo, que não possui poder de influenciar os preços, o custo de cada unidade adquirida será, como regra, sempre o mesmo, não importando a quantidade de unidades que ele venha a adquirir, uma vez que o preço de mercado prevalece. O preço que é pago por unidade corresponde à despesa média³⁰⁷ por unidade, a qual, portanto, é igual para todas as unidades.

Todavia, é importante identificar-se qual é a despesa marginal por unidade. Mais uma vez, em se tratando de um comprador competitivo, a despesa marginal será igual à despesa média, a qual, por sua vez, será igual ao preço de mercado. Assim, o *quantum* adquirido pelo comprador competitivo corresponde à quantidade na qual o valor marginal da última unidade se equipara ao valor da despesa marginal correspondente àquela unidade. Ou seja, é adquirida a quantidade que se encontra na intersecção entre as curvas da despesa marginal e da demanda.

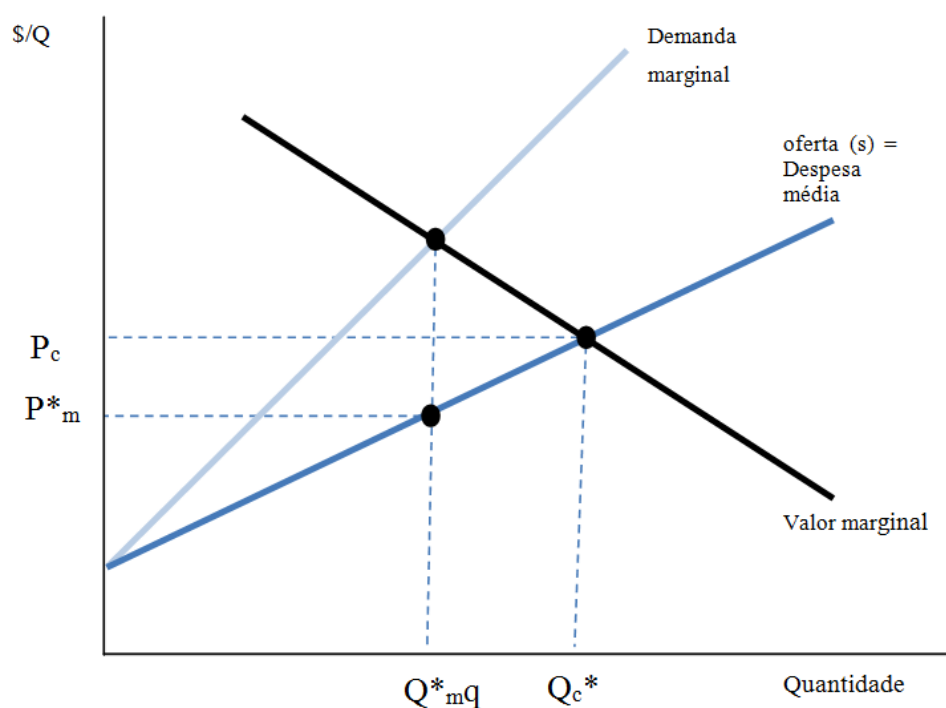
Desse modo, o comprador se defronta com uma curva de oferta de mercado que lhe informa quais as quantidades os vendedores estarão dispostos a vender, em função do preço que é pago. Todavia, para o comprador monopsonista, a regra de que a quantidade a ser adquirida deva ser aquela na qual a curva do valor marginal cruza com a curva de oferta do mercado não é aplicável, pois, assim agindo, o mesmo não estará maximizando os seus benefícios líquidos. Portanto, a quantidade adquirida deve ser menor, obtendo-se, assim, um preço menor.

Destarte, para se identificar a quantidade a ser adquirida pelo comprador monopsonista, detentor de poder de mercado e que pretende maximizar os seus benefícios, deverá ser encontrada a quantidade na qual o valor marginal da última unidade a ser adquirida seja igual à despesa marginal correspondente a tal unidade. E para poder se determinar qual é esta quantidade, importa considerar que a curva de oferta do mercado não é a curva da despesa marginal, pois ela representa o quanto deveria ser pago por unidade, em função do número total de unidades que serão adquiridas. Em outros termos, a curva de oferta é a curva da despesa média. E, como essa curva tem inclinação ascendente, a curva da despesa marginal deverá estar situada acima dela, pelo que a decisão de se adquirir uma unidade adicional eleva o preço que deverá ser pago por todas as unidades, e não apenas pela unidade adicional.

³⁰⁷ Preço pago por unidade de um produto.

Por conseguinte, conforme demonstra o gráfico abaixo, a quantidade desejável a ser adquirida pelo monopsonista (Q_m), encontra-se na intersecção das curvas da demanda e da despesa marginal. O preço pago é encontrado por meio da curva da oferta, correspondente ao preço P_m , que resulta na quantidade Q_m . Logo, possível constatar que a quantidade Q_m e o preço P_m são menores do que a quantidade e o preço que prevaleceriam em um mercado competitivo (Q_c e P_c).

Gráfico 5 – Poder de Monopsônio



Fonte: Do autor.

7.2.2 Comparação entre Monopsônio e Monopólio

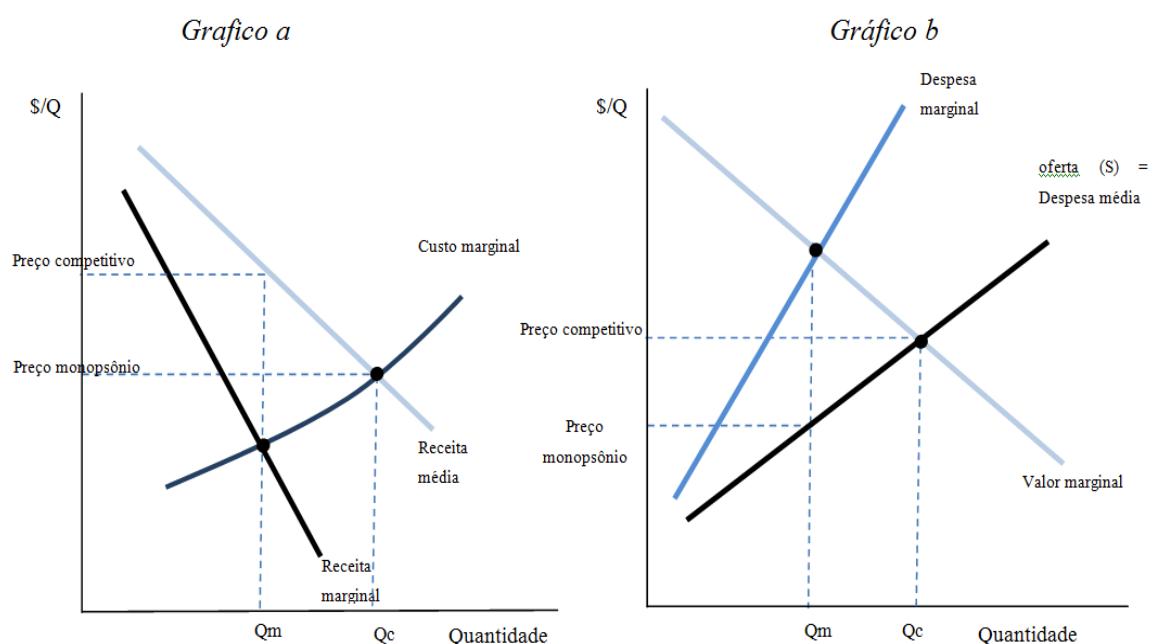
De acordo com o que sugerem Pindyck e Rubinfeld,³⁰⁸ torna-se mais fácil compreender o monopsônio quando comparado ao monopólio. Os gráficos abaixo mostram essa relação. Assim, como já explanado, o monopolista detém o poder de cobrar um preço acima do custo marginal, pois se defronta com uma curva de demanda ou uma curva de renda média descendente, de tal modo que sua receita marginal é inferior à sua receita média. Dessa forma, igualando-se o custo marginal à receita

³⁰⁸ (PINDYCK; RUBINFELD, 2006, p. 311).

marginal, obtêm-se a quantidade Q_m , que é inferior àquela que seria produzida em um mercado competitivo, Q_c , e o preço P_m , que é mais alto do que o preço P_c do mercado competitivo, o que pode ser visto no gráfico *a* do Gráfico 6.

A situação do monopsonio, retratado no gráfico *b*, é muito semelhante. O comprador monopsonista pode adquirir o bem por um preço inferior ao seu valor marginal, pois se defronta com uma curva de oferta ou de despesa média ascendente. Desse modo, para um monopsonista, a despesa marginal torna-se maior do que a despesa média. Assim, igualando-se o valor marginal à despesa marginal, obtêm-se a quantidade Q_m , que é menor do que a quantidade que seria adquirida em um mercado competitivo, e o preço P_m , o qual é mais baixo do que o preço competitivo P_c .

Gráfico 6 – Comparação entre Monopsônio e Monopólio



Fonte: Do autor.

7.2.3 Fontes do Poder de Monopsônio

Igualmente se faz imprescindível investigar os determinantes do poder de monopsonio em termos agregados, ou seja, identificar e analisar os fatores que explicam o surgimento e o funcionamento desse poder nos mercados. Analogamente ao que ocorre com o poder de monopólio, mas que, todavia, surge pelo lado da oferta, o poder de monopsonio depende, por sua vez, de três condições similares, quais sejam:

i) da elasticidade da oferta, ii) do número de compradores que atuam no mercado e iii) da forma de interação entre esses compradores, como melhor se explanará a seguir.

7.2.3.1 Elasticidade da Oferta do Mercado

Diferentemente do comprador competitivo, o monopsonista é beneficiado pelo fato de se defrontar com uma curva de oferta ascendente, o que significa que a despesa marginal é maior do que a despesa média. Assim, quanto mais inelástica for a curva da oferta, maior será a diferença entre a despesa marginal e a despesa média, e maior será o poder de monopsonio do comprador.

Se houver apenas um comprador atuando no mercado, isto é, um monopsonista puro, seu poder de monopsonio será totalmente determinado pela elasticidade da oferta do mercado. Todavia, se a oferta for altamente elástica, seu poder de monopsonio será pequeno e haverá pouco benefício pelo fato de ser o único comprador.

7.2.3.2 Número de Compradores

Ao se referir aos mercados, é comum se supor a existência de diversos vendedores e, principalmente, compradores. Entretanto, muito embora a maioria dos mercados possuam mais de um comprador, não é raro que se verifiquem apenas alguns. Nesse tocante, impende ressaltar que o número de compradores é um importante determinante do poder de monopsonio.

Desse modo, quando a quantidade de compradores é muito grande, em geral nenhum deles possui, individualmente, muita influência sobre o preço. Portanto, cada comprador se defronta com uma curva de oferta extremamente elástica, de forma que o mercado é quase completamente competitivo. O potencial para o poder de monopsonio surge quando o número de compradores é limitado.

7.2.3.3 Integração entre os Compradores

Outrossim, o grau de integração entre os compradores também é um dos fatores mais importantes para a determinação do poder de monopsonio, ao lado da elasticidade da oferta. Assim, se os compradores competirem agressivamente entre si, é de se esperar que haja elevação dos preços até, aproximadamente, o valor marginal, o que significa que haverá pouco poder de monopsonio.

Por outro lado, se a competição for menos agressiva ou, até mesmo, verificar-se a união entre compradores, os preços não apresentarão muita elevação, e o grau de poder de monopsonio poderá ser quase tão alto quanto se existisse apenas um comprador atuando no mercado, inclusive esmaecendo a importância do número de compradores existentes.

Assim sendo, da mesma forma que ocorre no caso do poder de monopólio, não existe um modo simples para a previsão de qual será o poder de monopsonio. Pode-se analisar o número de compradores existente no mercado, assim como realizar estimativas para a elasticidade da oferta. Contudo, importante frisar que o poder de monopsonio também depende da interação entre os compradores, o que pode dificultar a constatação e a mensuração desse poder.

7.2.4 Custos Sociais do Poder de Monopsonio

Considerando que o poder de monopsonio resulta em preços mais baixos e em menores quantidades adquiridas, é até mesmo intuitivo supor que existindo esse poder, a situação dos compradores melhora e a dos vendedores, inversamente, piora. Portanto, do mesmo modo como se analisou na hipótese do poder de monopólio, revela-se devesas pertinente analisar de que forma o bem-estar agregado (social), isto é, do conjunto de compradores e vendedores, é afetado quando o poder de monopsonio é exercido, atribuindo-se, mais uma vez, igual valor ao bem-estar de ambos.

Por conseguinte, é preciso analisar os excedentes dos consumidores e dos ofertantes resultantes de um mercado competitivo e os excedentes dos consumidores e dos ofertantes quando um monopsonista é o único comprador.³⁰⁹ O gráfico abaixo

³⁰⁹ O que serve igualmente para as situações nas quais, muito embora exista mais de um comprador, observa-se a possibilidade do surgimento do poder de monopsonio e ele é efetivamente exercido.

revela as curvas de despesa marginal e do valor marginal para o monopsonista. No caso, o benefício líquido do monopsonista é maximizado quando ele adquire uma quantidade Q_m ao preço P_m , no qual o valor marginal se iguala à despesa marginal.

Em um mercado competitivo, todavia, o preço é igual ao valor marginal. Assim, o preço competitivo e a quantidade competitiva, P_c e Q_c , encontram-se no ponto de intersecção entre as curvas da despesa média e do valor marginal.

Por conseguinte, importa identificar de que forma o excedente varia quando se passa do preço competitivo e da quantidade competitiva, P_c e Q_c , para o preço e a quantidade de monopsonio, P_m e Q_m . No monopsonio, o preço é mais baixo e uma quantidade menor é vendida. Em razão do preço mais baixo, os vendedores perdem o valor de excedente, o que é ilustrado pelo retângulo A. Ademais, como as vendas são diminuídas, os ofertantes perdem o excedente representado pelo triângulo C.

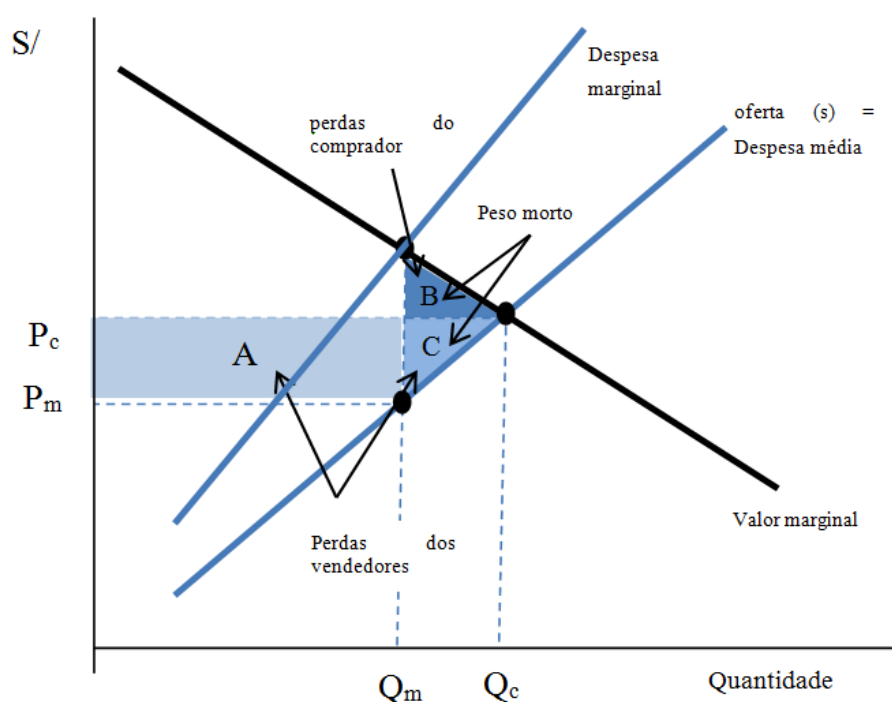
Portanto, a perda total de excedente do ofertante é representada por $A + C$. Já o comprador, ao adquirir por um preço mais baixo, ganha o excedente que é representado pelo retângulo A. Todavia, menor quantidade é adquirida, ou seja, Q_m ao invés de Q_c , pelo que também é perdido excedente, esse representado pelo triângulo B. Assim, para o comprador, o ganho total de excedente é representado por $A - B$.

Assim, de forma agregada (conjuntamente), constata-se a existência de uma perda líquida de excedentes, que é representada pelos triângulos $B + C$. Tal perda é o chamado peso morto decorrente do poder de monopsonio.

Por fim, frise-se que de modo semelhante ao que ocorre no caso do monopólio, mesmo que sobre os lucros extraordinários³¹⁰ do monopsonista, por exemplo, incidissem impostos, capturando-os integralmente, a fim de que o resultado dessa exação fosse distribuído isonomicamente entre os ofertantes e o demandante, ainda assim remanesceria tal ineficiência, pois o nível de produção é menor nas situações onde existe poder de monopsonio do que quando há competição.

³¹⁰Lucros Extraordinários na Economia possuem um significado diferente, vez que, dizendo-se de forma bastante simplificada, não se referem propriamente à magnitude dos mesmos, mas sim aqueles lucros que estão acima dos patamares normais verificados em um mercado competitivo.

Gráfico 7 – Peso Morto decorrente do Poder de Monopsônio



Fonte: Do autor.

7.3 COMBATE AO EXERCÍCIO ABUSIVO DO PODER DE MERCADO NO MERCADO DE CAPITAIS

Inicialmente, importa dizer que entendemos que tal falha de mercado, isto é, o poder de mercado, é uma das falhas que, ao lado das externalidades, menos atinge o mercado de capitais se comparadas à assimetria informacional e aos custos de transação. No que tange ao poder de mercado, isso por dois motivos principais. O primeiro, por não se tratar de um mercado de bens de consumo, muito menos de bens essenciais, mas sim de alocação de excedentes, porque não há porque se falar em vulnerabilidade econômica (muito embora se possa tranquilamente falar em vulnerabilidade ou hipossuficiência informacional, mas não econômica propriamente dita).

O segundo, diz respeito à forma de estruturação do mercado de capitais. Precisamente, o desenho estrutural do mercado de capitais busca impedir a utilização nociva do poder de mercado, notadamente porquanto a definição dos negócios é dada por critérios eminentemente objetivos, claros e escalonáveis, garantindo-se,

outrossim, tanto quanto possível, o anonimato para a consecução das operações, de modo a expungir, sempre que possíveis, questões de ordem subjetiva. Em outros termos, o poder de mercado é combatido através da busca da definição dos preços e quantidades dos títulos e ativos negociados exclusivamente por meio dos agregados da oferta e da demanda, sequer permitindo conjunção de forças que permitam a manipulação de preços.

Assim sendo, os mercados de capitais ou de valores mobiliários possuem como norte, tanto quanto possível, os mercados perfeitamente competitivos, a fim de atingir-se eficiência econômica.

Contudo, considerando que a figura do mercado perfeitamente competitivo é geralmente uma ficção, sendo que, no cotidiano, vendedores ou compradores, quase sempre, apresentam um pouco que seja de poder de mercado, seja de monopólio ou monopsonio, não sendo raro apresentarem considerável ou até excessivamente tais poderes,³¹¹ oportuno agora buscar evidenciar, ainda que sucintamente, como a configuração do mercado de capitais e dos próprios valores mobiliários enfrenta esses problemas.

Igualmente com este intuito, a legislação criminaliza a prática da chamada manipulação de mercado, conforme previsto no art. 27, C, da Lei n. 10.303/2001, pelo que vale transcreverem-se os seus respectivos termos, *in verbis*:

Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (BRASIL, 2001).

Ou seja, há a inocultável pretensão de criar um ambiente de mercado mais eficiente, competitivo,³¹² onde as fricções próprias das já identificadas falhas de mercado sejam eliminadas ou, então, mitigadas, de modo a proporcionar maior eficiência econômica e bem-estar social e mesmo individual.

³¹¹ Até mesmo em relação a bens e serviços essenciais ou que são fundamentais no cotidiano da vida moderna,

³¹² CAMPILONGO, C. F.; ROCHA, J. P. V.; MATTOS, P. T. L. (org.). **Concorrência e regulação no sistema financeiro**. São Paulo: Max Limonad, 2002.

Outrossim, imperioso que seja facilitado o acesso tanto dos empreendedores que necessitam de capital, como por parte de agentes superavitários em busca de possibilidades de investimentos, a fim de que a competição proporcionada na busca pelos capitais disponíveis possa não só gerar maior desenvolvimento e crescimento econômico, bem como também possibilidades de maiores retornos aos detentores de fluxos superavitários de capitais.

Quanto a algumas das possíveis formas da regulação ensejar a competição no mercado de capitais, oportuno citar o que preconizam Eizerik *et al.*:

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

a) na determinação das cotações dos valores mobiliários, eficiência nesse contexto significando a capacidade de reação das cotações às novas informações; quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo o ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente as informações publicamente disponíveis;

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

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

Os dois primeiros objetivos econômicos acima enumerados são alcançados mediante uma legislação de disclosure, que consagre o princípio da ampla transparência das informações, bem como estabeleça a repressão ao insider trading. Já o terceiro objetivo econômico é obtido mediante a regulação da conduta dos intermediários financeiros e a promoção de índices crescentes de competição no mercado.

O terceiro objetivo da regulação é o de criar e manter instituições não só financeiramente sólidas, mas também competitivas. Nesse sentido, são crescentemente utilizadas regras "prudenciais", que estabelecem, particularmente para as instituições financeiras, limites mínimos de capital para que possam operar no mercado, assim como disciplinam os requisitos de qualificação para os profissionais atuantes no mercado, como é o caso dos analistas financeiros, por exemplo. A regulação, ao estipular as regras de funcionamento das instituições, torna-as financeiramente mais híidas, levando o mercado a funcionar com uma maior estabilidade institucional. Ademais, a agência reguladora, mediante regras de tal natureza, auxilia as instituições a tornar o mercado, como um todo, mais competitivo frente a mercados de outras regiões ou países. Recentemente, alguns estudos vêm propugnando que a regulação do mercado de capitais deveria seguir o "modelo Delaware" de lei societária, permitindo-se aos emissores escolher a jurisdição cujas leis seriam aplicadas aos seus valores mobiliários, o que forçaria os reguladores, da mesma forma que ocorre com os emissores, a competir pelos investidores.³¹³

³¹³ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 20-21.

Outrossim, conforme os mesmos Autores supracitados ressaltam, importante considerar que a concentração de poder econômico pode ocorrer também por parte dos agentes intermediários:³¹⁴

Deve ainda a regulação evitar a concentração de poder econômico, capaz de causar imperfeições ao mercado pela diminuição na competição que acarreta. Tal concentração pode existir não só entre as entidades emissoras de valores mobiliários, quando o mercado — particularmente o secundário — apresenta-se muito centrado em poucos títulos, como também entre os intermediários financeiros, principalmente quando organizados em poucos conglomerados financeiros.³¹⁵

Nesse sentido, importante notar que a criação excessiva de barreiras à entrada e excessivos custos de transação podem prejudicar a efetiva concorrência no mercado de capitais, comprometendo, portanto, a eficiência econômica. Por outro ângulo, dificultar ou impedir à entrada nestes mercados de outros empreendedores e investidores pode impedir a concorrência, prejudicando não só a eficiência econômica, mas como também distributiva e, inclusive, o surgimento de inovações, dada as dificuldades de acesso ao crédito por novas empresas.

³¹⁴ No caso do mercado de capitais, tais intermediários, em realidade, consubstanciam em prestadores de serviços.

³¹⁵ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 15-16.

8 AS EXTERNALIDADES

Conforme as definições que se extraem da Microeconomia, as externalidades, também denominadas economias ou deseconomias externas, representam os efeitos das atividades de produção e consumo, que muito embora não façam parte propriamente do mercado, constituem, na maior parte das vezes, consequências indiretas ou reflexas das atividades que em seu âmbito são desenvolvidas.³¹⁶ Em uma concepção mais ampla, as externalidades descrevem os impactos das ações de um determinado agente ou agentes sobre o bem-estar de outros indivíduos que não tomam diretamente parte ou anuem com estas ações.³¹⁷

Dessa forma, quando as externalidades estão presentes, o preço de um bem não reflete necessariamente o seu valor social ou, em outras palavras, não são computadas todas as implicações decorrentes da produção, oferta ou consumo de determinado bem.

Conseqüentemente, os ofertantes poderão vir a produzir e ofertar em quantidades excessivas ou insuficientes, assim como os demandantes poderão consumir demasiada ou escassamente, de modo que os resultados verificados nos mercados podem não se revelar eficientes, não só em termos individuais, mas, principalmente, em termos agregados ou sociais.

De qualquer forma, no que tange ao objeto de investigação presente, importante salientar que o mercado de capitais pode e deve ser conformado, normatizado e regulado de forma a mitigar o surgimento destas ineficiências, bem como estimular, quando possível, a irradiação de efeitos positivos, conforme veremos oportunamente. Mas, antes disso, veremos mais aprofundadamente do que se tratam as externalidades e como podem ocorrer, isso se efetivamente ocorrem, no mercado de capitais.

8.1 CONCEITO

Importante ora aprofundar o significado do conceito em tela. Assim, frise-se que as externalidades ou efeitos sobre o exterior representam as consequências secundárias ou não diretamente almejadas decorrentes das atividades de produção e

³¹⁶ (PINDYCK; RUBINFELD, 2006, Cap. 18).

³¹⁷ (MANKIW, 2009, p. 195).

consumo, que implicam na imposição involuntária de custos ou benefícios a terceiros; ou seja, são efeitos negativos ou até mesmo positivos que atingem indivíduos não diretamente relacionados às atividades que lhe originam, entre as quais, e que importam ao presente estudo, àquelas que são decorrentes das condutas que se desenvolvem no âmbito do mercado de capitais.

Todavia, através de uma compreensão mais abrangente, insta salientar que as externalidades não se restringem somente aqueles efeitos que são irradiados a terceiros,³¹⁸ porém podem também ser considerados os efeitos secundários que atingem às próprias partes envolvidas,³¹⁹ mas que não são diretamente intencionados, como, por exemplo, na hipótese de uma transação econômica em que remanesçam consequências secundárias e não ponderadas, por não constituírem o objeto da própria transação, não integrando, assim, a sua precificação³²⁰ (ou negociação).

Guestrin³²¹ sustenta que as partes que realizam trocas voluntárias normalmente assumem todos os custos e aproveitam todos os benefícios daí decorrentes. Todavia, existem alguns comportamentos ou ações que afetam determinados sujeitos, prejudicando as suas situações, sem que sejam compensados por tanto; ou mesmo melhorando-as sem que paguem por isso. Dessa forma, conceitua externalidades como “*Aquellas situaciones en que las actividades económicas desarrolladas por uno o más individuos producen efectos sobre otro u otros.*”.

³¹⁸ Sobre os efeitos contratuais perante terceiros, versando acerca dos significados desta circunstância, Luciano de Camargo Penteado elucida que “A expressão *penitus extraneus* é composta do advérbio *penitus*, que é advérbio de modo ou intensidade e significa ‘profundamente’, ‘interiormente’, ‘até o fundo’, ‘completamente’, ou ainda, ‘ao longe’. [...] Do ponto de vista semântico, o *penitus extraneus* é o sujeito de direitos profunda e intensamente distante das partes, ‘completamente estranho’ ao que se passa entre elas. Dado um determinado contrato, abolida qualquer consideração de efeitos previstos ou previsíveis perante terceiros, logicamente, poderia se conceber a figura. [...] Entretanto, é possível ver diferentes espécies de terceiros, uns mais próximos, outros mais distantes da declaração negocial. A espécie mais próxima de terceiro seria formada por aquele que, nada obstante não ter declarado o negócio, sucessivamente, no plano da eficácia, integra a relação obrigacional de alguma forma.”. (PENTEADO, L. C. **Efeitos contratuais perante terceiros**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 43,45).

³¹⁹ Nesse sentido, pode ser colocada a interpretação extensiva da função social do contrato, que atinge não somente os terceiros, mas inclusive os próprios contratantes. Para maiores considerações a esse respeito, ver: (TRINDADE, 2013).

³²⁰ Importante esclarecer que tais hipóteses não dizem respeito simplesmente a eventos futuros e incertos ou não previsíveis, ainda que verificados *ex post*, mas sim às consequências que não integram diretamente a relação contratual e, portanto, não são contabilizadas no ato de precificação ou mesmo no processo de negociação das prestações a serem assumidas por cada uma das partes contratantes. Nesse tocante, oportuno registrar que o problema que atine aos eventos futuros e incertos, como, por exemplo, as situações de força maior e caso fortuito, incluindo-se a imprevisibilidade, estão mais diretamente relacionados aos custos de transação (principalmente em razão da racionalidade limitada) e a informação assimétrica.

³²¹ GUESTRIN, S. G. **Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho**: de las fallas del mercado al sistema jurídico. Buenos Aires: Depalma, 2004. p. 337.

Ainda, o mesmo supracitado Autor explana que quando há externalidades, o custo privado e o custo social das atividades econômicas tornam-se diferentes, pelo que os incentivos a sua produção restam distorcidos, uma vez que os interesses individuais e sociais se encontram desalinhados. Nesse sentido, o custo privado mede o melhor uso alternativo dos recursos pelo agente interessado. O custo social, de outra banda, abrange não só o custo privado como também o melhor uso de todos os recursos disponíveis pela sociedade em seu conjunto, isto é, além do custo privado, os custos adicionais suportados involuntariamente por terceiros.

Já Cabanellas³²² define as externalidades como os efeitos de certa atividade ou relação econômica sobre aqueles que não fazem parte dessa atividade ou relação. Explana, ainda, que as externalidades são classificadas em positivas e negativas, a depender se o efeito causado sobre terceiros aumenta (positivas) o seu bem-estar ou se o diminui (externalidades negativas).

Assim, as externalidades, tanto negativas quanto positivas,³²³ consubstanciam-se em falhas de mercado, pois o custo marginal social difere do custo marginal privado, já que os preços não refletem (ou não incluem) os custos, pelo que a produção é determinada em nível não socialmente otimizado: “[...] consomem-se bens e serviços que não correspondem à sua real escassez ou abundância e não se concretiza a combinação ótima nem um adequado equilíbrio entre sua oferta e sua demanda [...]”, o que implica em perda de bem-estar social.³²⁴

Nessa senda, de acordo com Marcia Carla Pereira Ribeiro e Irineu Galeski, é possível se falar em intervenção do Estado para corrigir tal falha de mercado, a qual distorce o sistema de preços e gera, portanto, ineficiências, por meio da “internalização das externalidades”, com o auxílio das regras jurídicas,³²⁵ no sentido de que as externalidades sejam atribuídas aos seus criadores e, assim, passem a integrar o sistema de preços, de modo a desestimular, assim, condutas prejudiciais, como, por exemplo, a poluição pelas indústrias.³²⁶

³²² CABANELLAS, G. El análisis económico del derecho: evolución histórica: metas e instrumentos. In: KLUGER, V. (Org.). **Análisis económico del derecho**. Buenos Aires: Heliasta, 2006. p. 36.

³²³ Entendemos que há algumas externalidades positivas que podem não resultar em níveis reduzidos e ineficientes de oferta, isso quando não implicarem propriamente em custos adicionais aos produtores, pelo que sugerimos a denominação de externalidade positivas puras.

³²⁴ GUESTRIN, S. G. **Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho**: de las fallas del mercado al sistema jurídico. Buenos Aires: Depalma, 2004. p. 337, 338.

³²⁵ E obviamente por meio da regulação.

³²⁶ RIBEIRO, M. C. R.; GALESKI JR., I. **Teoria geral dos contratos**: contratos empresariais e análise econômica. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 102, 104.

Contudo, conforme também referem Marcia Carla Pereira Ribeiro e Irineu Galeski,³²⁷ neste particular a obra de Coase, intitulada “*The problem of social cost*”,³²⁸ possui especial relevância. Nela, Coase afirma que a internalização das externalidades nem sempre geram resultados eficientes, pois a mudança de comportamento dos agentes econômicos para evitar prejuízos a terceiros, com a imposição de indenizar por meio de regras jurídicas, como no caso das companhias ferroviárias e dos proprietários de lavouras, estes os quais prejudicados por incêndios causados pelas faíscas dos trens que passavam junto às suas plantações, poderia causar outros tipos de prejuízos ainda maiores, e ainda a um número maior de pessoas, concluindo que “o problema é delinear arranjos práticos que corrijam defeitos em uma parte do sistema sem, contudo, causar prejuízos mais sérios em outras”.³²⁹

Dessa forma, considerando que as externalidades envolvem a imposição involuntária de efeitos, tais implicações resultam no comprometimento do funcionamento do sistema de mercado, porquanto tais decorrências, pelo menos inicialmente, não são precificadas, causando a irradiação de incentivos não fidedignos e condizentes aos atos que representam. Essa circunstância resta por caracterizar as externalidades como uma das falhas do mercado, causando, muitas vezes, ineficiências econômicas e, portanto, o comprometimento do bem-estar social e mesmo individual.

Assim, é imperioso impedir, assim como desincentivar, tanto quanto possível, o surgimento de tais implicações deletérias. Em outros casos, porém, é mesmo desejável que não só sejam afastados os efeitos negativos das externalidades, como também incentivado o surgimento dos efeitos positivos que podem emergir.³³⁰

³²⁷ RIBEIRO, M. C. R.; GALESKI JR., I. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 102.

³²⁸ COASE, R. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 01-44, 1960. Disponível em: <<https://econ.ucsb.edu/~tedb/Courses/UCSBpf/readings/coase.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017. [Tradução ALVES, F. K. R., CAOVILO, R. V.; Rev. téc. PORTO, A. J. M., LENNERTZ, M. 2008. Disponível em: <<http://services.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1035&context=lacjls>>. Acesso em: 02 mar 2017].

³²⁹ COASE, R. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 01-44, 1960. Disponível em: <<https://econ.ucsb.edu/~tedb/Courses/UCSBpf/readings/coase.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017. [Tradução ALVES, F. K. R., CAOVILO, R. V.; Rev. téc. PORTO, A. J. M., LENNERTZ, M. 2008. Disponível em: <<http://services.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1035&context=lacjls>>. Acesso em: 02 mar 2017. p. 28.

³³⁰ Contudo, importante consignar que mesmo as externalidades que inicialmente possam parecer positivas, podem, em realidade, acarretar efeitos negativos, na medida em que comprometem o funcionamento do sistema de mercado, especialmente no que tange ao processo de precificação, causando ineficiências notadamente operacionais nos mercados. Como exemplo, podem-se citar os transbordamentos (*spillover*) decorrentes da dificuldade de exclusão dos benefícios resultantes da criação de *softwares*, pelo que os seus inventores, em razão de não conseguirem se apropriar de todos os benefícios decorrentes dos seus

Em ambos os casos, também o Direito pode e deve atuar para debelar as ineficiências que são originadas em razão das externalidades, bem como estimular e induzir a ocorrência das externalidades positivas, quando isso não vier a causar, igualmente, ineficiências. Inarredável dizer que, para tal desiderato, o direito de propriedade, por exemplo, exerce fundamental papel, especialmente ao definir com precisão a titularidade dos bens e os seus limites, tornando claro a quem devam ser atribuídas às implicações decorrentes das suas respectivas utilizações.

Nesse particular, a propriedade intelectual também parece possuir enorme importância, vez que pode estimular o crescimento tecnológico, garantindo o retorno dos investimentos realizados, *exempli gratia*, em pesquisa e desenvolvimento (*P&D*). Ainda, a Responsabilidade Civil³³¹ também se avulta como elemento redutor das externalidades, porquanto baliza a usufruição dos recursos, bem como, outrossim, das atividades contratuais, que devem restringir o alcance dos seus efeitos negativos aos seus limites subjetivos.

Contudo, como já salientado, sendo aqui o mercado de capitais e, portanto, o Direito dos Valores Mobiliários a principal preocupação e, conseqüentemente, a investigação das suas possíveis formas de debelar esse fenômeno, faz-se imperioso, primeiramente, uma adequada compreensão a respeito das externalidades, assim como das suas espécies, que é o que será aprofundado a seguir, para então se buscar identificar as formas adequadas para se lidar com essa falha de mercado no âmbito do mercado de valores mobiliários.

De qualquer forma, importante desde já salientar que as externalidades não nos parecem tão presentes no âmbito do mercado de capitais, sobretudo se comparada com a incidência de outras falhas, como, principalmente, a assimetria informacional e os custos de transação.

investimentos, restam desincentivados a realizá-los ou, então, obrigados a realizar gastos para combater tais problemas, muito embora tais despesas não sejam destinadas ao objeto de trabalho efetivo. Esse exemplo será retomado adiante e melhor explanado.

³³¹ Sobre o tema da Responsabilidade Civil pela ótica da *Law and Economics*, especialmente aplicada ao contexto brasileiro, inclusive referindo-se a um dos objetivos dos sistemas de responsabilidade civil, que é internalizar as externalidades, inafastável mencionar a obra de BATESINI, E. **Direito e economia: novos horizontes do estudo da responsabilidade civil no Brasil**. São Paulo: LTr, 2011. p. 109-110.

8.2 CLASSIFICAÇÃO

As externalidades podem tanto constituir malefícios como benefícios aos indivíduos que são pelas mesmas atingidas, dividindo-se, assim, em duas espécies, quais sejam, as denominadas externalidades negativas e positivas. Antes, porém, é preciso esclarecer que não são só as externalidades negativas que podem resultar em ineficiências econômicas e no comprometimento do bem-estar social, mas, eventualmente, até mesmo as denominadas externalidades positivas, uma vez que estas igualmente podem comprometer o funcionamento do mecanismo de mercado, porquanto, como já salientado, não são passíveis de precificação, tornando, assim, os incentivos irradiados - o que se dá por meio dos preços - aos agentes econômicos distorcidos, isto é, não correspondente às efetivas e integrais implicações decorrentes das escolhas e das ações que são tomadas pelos agentes econômicos no âmbito dos mercados.

8.2.1 Externalidades Negativas

Guestrin afirma que as externalidades negativas são observadas quando um agente econômico causa prejuízos a terceiros, sem, contudo, suportar o custo de produzi-los, como, por exemplo, nos casos de contaminação ambiental. Assim sendo, como o agente econômico que os produz não os inclui nos cálculos dos seus custos, ao maximizar os seus benefícios - o que ocorre quando se iguala o custo marginal ao preço - identifica como desejável (para si) uma alocação ineficiente de recursos do ponto de vista social, uma vez que translada tais custos a terceiros.

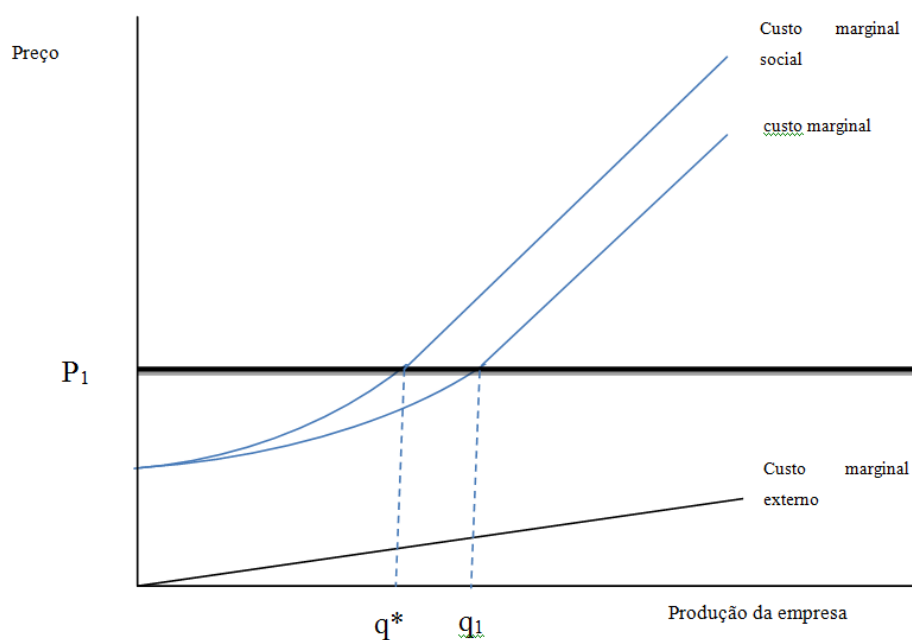
Portanto, considerando que as externalidades não se refletem nos preços que são praticados no mercado, elas podem causar ineficiências econômicas. Para explanar mais claramente essa situação, ilustra-se com a hipótese de uma usina de aço que lança efluentes em um rio, no qual pescadores exercem a pesca como atividade profissional, exemplo esse apresentado originalmente por Pindyck e Rubinfeld. (2006, p. 556).

Nesse sentido, os gráficos abaixo demonstram a decisão de produção da usina de aço em um mercado competitivo (Gráfico 8) e as curvas da demanda e da oferta de mercado (Gráfico 9), supondo-se que todas as usinas existentes em um determinado

setor geram externalidades semelhantes. Supõe-se que a usina possui uma função de produção de proporções fixas,³³² não sendo possível alterar as combinações de seus insumos, pelo que a quantidade de efluentes lançados no rio somente pode ser reduzida através da diminuição do volume de produção, circunstância a qual se verifica em todo o respectivo setor.

Dessa forma, interessante analisar comparativamente duas situações, isto é, quando apenas uma usina de aço polui, bem como quando todas as usinas de aço existentes estiverem poluindo o meio ambiente da mesma maneira.

Gráfico 8 – Decisão de Produção em um Mercado Competitivo



Fonte: Do autor.

Assim, o preço do aço é P_1 , que se encontra na intersecção entre as curvas da oferta e da demanda no Gráfico 8. A Curva de Custo Marginal apresenta um típico custo marginal de produção para uma usina de aço. A empresa maximiza o lucro ao produzir a quantidade q_1 , em que o custo marginal é igual ao preço (que, por sua vez, é igual à receita marginal, pois a empresa adota o preço como dado).³³³

³³² Em uma função de produção de proporções fixas, cada nível de produção necessita de uma combinação específica de trabalho e capital, não podendo haver, portanto, variação nas proporções de insumos utilizados para a produção do bem.

³³³ Uma empresa competitiva se defronta com uma curva de demanda horizontal, pelo que maximiza os seus lucros ao escolher um nível de produção em que o custo marginal se iguala ao preço.

Entretanto, à medida que o nível de produção da empresa varia, o custo externo imposto sobre os pescadores também varia. Esse custo é apresentado pela curva do custo marginal externo³³⁴ no Gráfico 8. Essa curva possui inclinação ascendente para grande parte dos tipos de poluição, uma vez que, na medida em que a empresa produz quantidades adicionais de aço, despejando quantidades adicionais de efluentes no rio, o prejuízo incremental para o setor de pesca aumenta.

Do ponto de vista social, a quantidade produzida pela empresa é excessiva. O nível de produção eficiente é aquele para o qual o preço do produto é igual ao custo marginal social da produção, o qual, por sua vez, é igual à soma do custo marginal da produção com o custo marginal externo do despejo de efluentes.

No Gráfico 8, a curva do custo marginal social (CMgS) é obtida pela soma do custo marginal (CMg) com o custo marginal externo (CMgE) para cada nível de produção (isto é, $CMgS = CMg + CMgE$). A curva de custo marginal social³³⁵ (CMgS) cruza com a linha de preço na quantidade produzida q^* . Como apenas uma empresa despeja seus efluentes no rio, permanece inalterado o preço de mercado do produto. Entretanto, a empresa está produzindo uma quantidade muito alta (q_1 em vez de q^*) e está lançando uma quantidade excessiva de efluentes no rio.

Portanto, tendo sido acima analisada a situação na qual apenas uma empresa despeja seus efluentes (poluição) no rio, passa-se, agora, à análise de uma situação na qual todas as usinas despejam seus efluentes no rio, descrita no Gráfico 9.

A curva de custo marginal (CMg_1) representa a curva de oferta do setor. Já a curva de custo marginal externo associada ao nível de produção do setor ($CMgE_1$), é obtida pela soma do custo marginal de cada pescador prejudicado em cada nível de produção. A curva de custo marginal social ($CMgS_1$) representa a soma do custo marginal de produção e do custo marginal externo para todas as empresas produtoras de aço. Por conseguinte, $CMgS_1 = Cmg_1 + CMgE_1$.

Assim sendo, cabe verificar se a quantidade produzida é eficiente quando existem externalidades. De acordo com o que informa o Gráfico 8, o nível eficiente de produção do setor é aquele no qual o benefício marginal obtido mediante a produção de uma unidade adicional de produto é igual ao custo marginal social. Como a curva da demanda mede o benefício marginal dos consumidores, o nível de produção

³³⁴ O custo marginal externo representa o aumento no custo determinado externamente, conforme uma ou mais empresas elevem o volume de produção em uma unidade.

³³⁵ O custo marginal social representa a soma do custo marginal de produção com o custo marginal externo.

eficiente encontra-se em Q^* , situado na intersecção entre a curva de custo marginal social $CMgS_1$ e a curva da demanda (D).

Entretanto, o nível competitivo do setor encontra-se em Q_1 , no ponto de intersecção entre a curva da demanda (D) e a curva de custo marginal da oferta (CMg_1). Assim, pode-se observar nitidamente que o nível de produção do setor é muito alto.

Em ambos os casos, cada unidade de produção resulta no despejo de certa quantidade de efluentes. Consequentemente, quer estejamos examinando a poluição de apenas uma empresa, quer de todo o setor industrial, a ineficiência econômica é o excesso de produção que faz com que uma quantidade demasiadamente grande de efluentes³³⁶ seja despejada no rio, sendo que a origem dessa ineficiência está justamente no preço distorcido (ou incompleto) do produto, que não leva em conta a existência das externalidades negativas que comprometem o bem-estar dos pescadores e, de modo geral, de toda a sociedade, inclusive das gerações futuras.

Assim, o preço de mercado P_1 indicado no Gráfico 9 é muito baixo, pois se trata de um valor que reflete apenas o custo marginal privado de produção das empresas, e não o custo marginal social. Apenas com o preço mais elevado P^* , as empresas produtoras de aço produziriam em um nível eficiente.

Ainda nesse sentido, pertinente perquirir qual o custo dessa ineficiência para a sociedade. Para quaisquer níveis de produção maiores do que Q^* , o custo social é obtido por meio da diferença entre o custo marginal social e o benefício marginal³³⁷ (representado pela curva da demanda). Como resultado, o custo social agregado é indicado no Gráfico 9 como o triângulo hachurado, que se encontra entre a curva marginal social ($CMgS_1$), a curva de demanda (D) e o nível de produção Q_1 .

Ainda, vale dizer que as externalidades geram ineficiências tanto no longo como no curto prazo. Em regra, as empresas entram em um setor competitivo sempre que o preço do produto está acima do custo médio de produção, deixando o setor sempre que o preço se encontrar abaixo do custo médio. No equilíbrio de longo prazo, o preço é igual ao custo médio (de longo prazo).

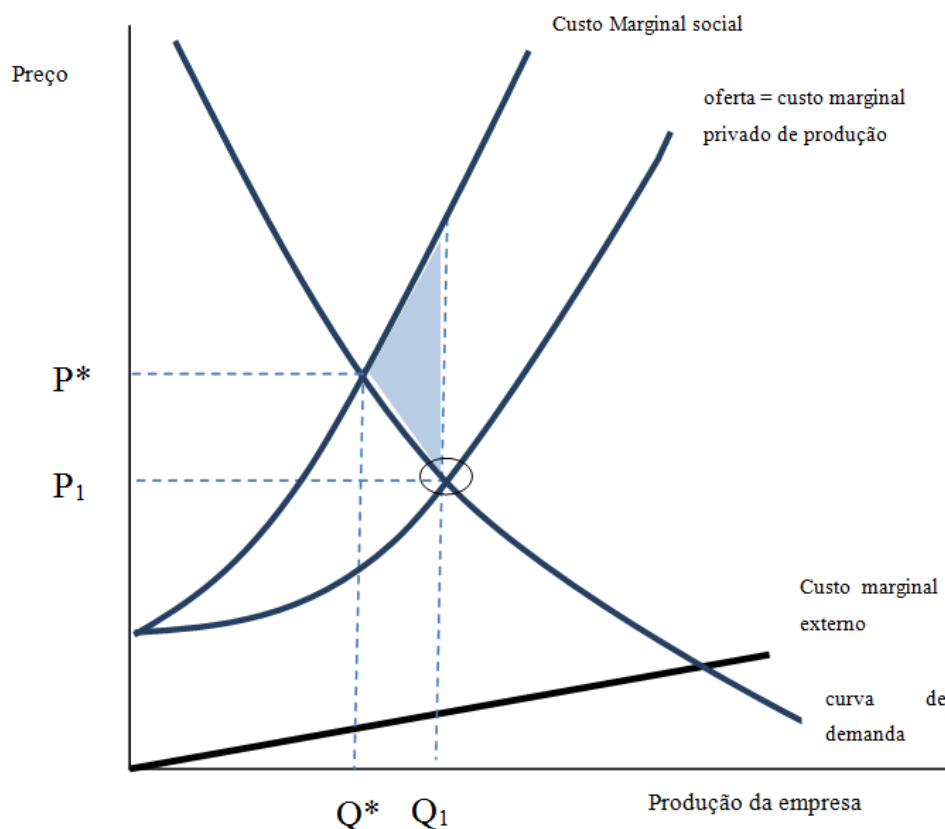
Portanto, não havendo falhas de mercado, um mercado competitivo atinge o nível de produção economicamente eficiente. Contudo, quando existem externalidades negativas, o custo médio da produção é inferior ao custo médio social.

³³⁶ Desde já podemos supor os problemas de saúde decorrentes da poluição.

³³⁷ O benefício marginal social representa a soma do benefício marginal privado com o benefício marginal externo.

Sendo assim, algumas empresas permanecem no setor mesmo que sua saída seja mais eficiente. Por conseguinte, as externalidades negativas estimulam a permanência de um número excessivo de empresas (ou ofertantes) no setor.

Gráfico 9 – Curvas da Demanda e da Oferta do Mercado



Fonte: Do autor.

8.2.2 Externalidades Positivas

Inafastável ressaltar que as externalidades positivas podem também resultar em níveis insuficientes de produção (oferta) e, portanto, em ineficiências econômicas. Para evidenciar essa realidade, apresenta-se agora a hipótese de investimentos em segurança, que se trata de uma adaptação do exemplo originalmente descrito por Pindyck e Rubinfeld. (2006, p. 557).³³⁸

³³⁸ Cumpre registrar que aqui são feitas alterações e adaptações para tornar o exemplo mais claro e aplicável à exposição.

No Gráfico 10, abaixo, o eixo horizontal mede os investimentos (em dólares) do proprietário de um imóvel realizados em segurança. A curva do custo marginal mostra o custo dos investimentos, como, por exemplo, em vigilância presencial e armada. Essa curva é horizontal, pois o custo não é afetado pela variação da quantidade desses serviços que as pessoas podem realizar. A curva da demanda, D , mede o benefício marginal privado dos gastos em segurança para o dono do imóvel. Assim, o proprietário irá optar por investir Q_1 em segurança, estando esse ponto situado na intersecção de suas curvas de demanda e de custo marginal.

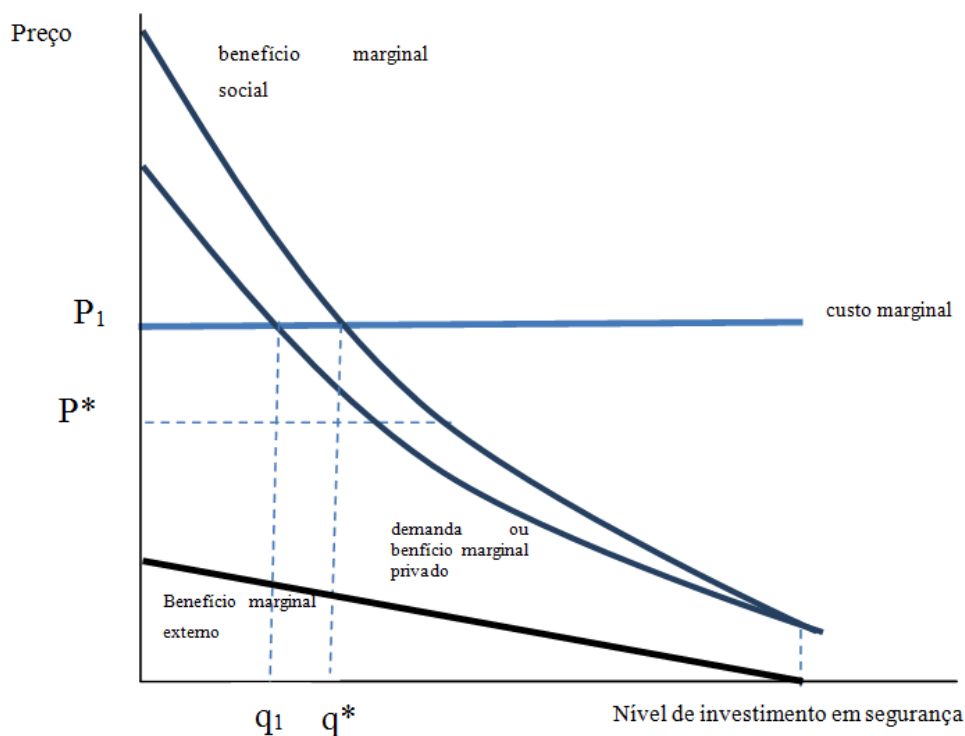
Contudo, inegável que a contratação de um posto de vigilância resulta também em benefícios para os donos de imóveis vizinhos, representados pela curva de benefício marginal externo (BMgE) do referido Gráfico 10. Essa curva possui inclinação descendente, uma vez que o benefício marginal é grande para pequenos investimentos em serviços dessa natureza, mas passa a cair à medida que eles se avolumam.

A curva de benefício marginal social (BMgS) é calculada pela soma do benefício marginal privado com o benefício marginal externo para cada nível de produção. Resumindo, $BMgS = D + BMgE$. O nível eficiente de produção Q^* , em que o benefício marginal social de níveis mais elevados de segurança adicionais é igual ao custo desses investimentos, encontra-se no ponto de intersecção entre a curva de benefício marginal social (BMgS) e a curva de custo marginal (CMg).

Desse modo, a ineficiência surge pelo fato de o proprietário do imóvel não conseguir internalizar todos os benefícios oriundos dos seus investimentos realizados em segurança, tampouco consegue impedir o consumo de segurança, ainda que involuntário, pelos demais vizinhos.³³⁹ Consequentemente, o preço P_1 torna-se muito elevado para estimulá-lo a investir no nível de segurança socialmente desejável. O preço mais baixo, P^* , é necessário para estimular o nível eficiente de oferta, Q^* .

³³⁹ Conceito que se encontra na literatura econômica e que se faz pertinente aqui salientar é o do *carona* ou, como denominado na língua inglesa, *free-rider*, que representa aqueles indivíduos que se valem da existência de externalidades, ocasionadas, sobretudo, em razão da impossibilidade de se excluir o consumo de terceiros (não-excluibilidade), assim como da circunstância de que o consumo de alguns recursos não impede ou diminui a possibilidade do consumo desses mesmos recursos, ao mesmo tempo, por outros indivíduos (não-rivalidade). Tais características são atribuídas aos bens denominados públicos, conceito esse o qual, frise-se, é distinto, pelo menos em parte, do homônimo que possuímos no direito administrativo.

Gráfico 10 – Benefícios Externos



Fonte: Do autor.

Ademais, outro caso de externalidade positiva que pode gerar ineficiências nos mercados são as hipóteses de investimentos realizados em pesquisa e desenvolvimento (P&D), quando os benefícios não são passíveis da devida apropriação pelos seus realizadores. Muitas vezes, por exemplo, os inventores e desenvolvedores não conseguem proteger seus inventos da reprodução não autorizada por parte de outros indivíduos, de modo a não se apropriarem de todos os benefícios oriundos dos seus investimentos. Como ilustração, podemos indicar a situação de um desenvolvedor de programas de computador, que através de árduos esforços em pesquisa e programação, resta por desenvolver um novo e deveras complexo programa computacional, capaz de gerenciar os estoques de grandes atacadistas, reduzindo significativamente os custos das empresas desse setor.

Se tal invenção for devidamente protegida pelas normas de propriedade intelectual, o seu desenvolvedor poderá obter grandes lucros por meio da produção e comercialização do produto. Contudo, se o programa puder ser facilmente imitado por outros, tais indivíduos poderão produzir e comercializar produtos similares, sem, contudo, pagar por esse consumo, obtendo, dessa forma, pelo menos parte dos retornos

os quais, em verdade, pertenceriam ao indivíduo que efetivamente realizou os investimentos e o desenvolvimento do indigitado programa.³⁴⁰

Na hipótese, aliás, interessante salientar que em se tratando de programas de computador, os investimentos e gastos em pesquisa e desenvolvimento podem se revelar bastantes elevados, especialmente se comparados aos custos de sua reprodução, que podem se aproximar a zero.³⁴¹ Em outros termos, os investimentos e custos para o desenvolvimento do programa, sobretudo por se tratar de um programa complexo, podem ser deveras relevantes.

Todavia, uma vez criado o programa, o custo de produzir uma unidade adicional desse programa, ou seja, o custo de sua reprodução, é próximo a zero, como, por exemplo, para gravá-lo em um novo disco compacto (*CD - compact disk*). Por conseguinte, os custos verificados desde o início do desenvolvimento até a produção da primeira unidade revelam-se elevados, porém, a partir desse momento, o custo marginal (custo da produção de mais uma unidade) pode cair para aproximadamente zero ou mesmo ser inexistente,³⁴² ainda que os benefícios marginais permaneçam exatamente os mesmos.

Assim, em não havendo restrição às cópias não autorizadas, o que é justamente a finalidade das normas de proteção à propriedade intelectual, os benefícios pela criação do programa serão quase que completamente externalizados à sociedade, não sendo possível ao efetivo inventor se apropriar de todos os benefícios de sua invenção.

Portanto, em que pese em um primeiro momento tal situação (externalidade positiva) venha a beneficiar a sociedade de modo geral, se não for garantido ao inventor o devido retorno pela dedicação e pelos gastos efetuados no desenvolvimento do programa, haverá redução dos incentivos (desestímulo ou incentivos negativos) para a realização dessas espécies de investimentos, o que, por fim, pode gerar graves

³⁴⁰ Segundo Guestrin (2004, p.337), as externalidades positivas são verificadas quando um agente econômico produz bem-estar a outros, além dos que gera para si mesmo, sem conseguir, contudo, apropriar-se dos benefícios gerados aos terceiros. Isso acaba por implicar em uma ineficiente alocação de recursos, já que os agentes econômicos que geram externalidades produzem em quantidade menor do que o desejável, porquanto não conseguem incluir em seus preços tais benefícios irradiados, pelo que, por tanto, não são compensados.

³⁴¹ Seria o custo de gravação da mídia correspondente. Situação semelhante ocorre com os medicamentos, nos quais os custos de desenvolvimento de novos produtos são, em regra, bastante elevados, porém, os custos de reprodução ou, em linguajar econômico, os custos marginais, tornam-se, em muitos casos, quando cotejados aos investimentos em P&D, quase que irrelevantes.

³⁴² Interessante registrar que hoje grande parte dos programas de computador ou aplicativos sequer mais encontram-se instalados nas máquinas de seus usuários finais, mas sim se encontram armazenados e funcionando em servidores distantes.

distorções no sistema de mercado, causando ineficiências individuais (mais visivelmente no curto prazo) e sociais (muito embora no curto prazo advenham aparentes benefícios, as ineficiências se evidenciam no longo prazo).

Aliás, tal circunstância pode explicar, pelo menos em parte, o maior ou menor progresso tecnológico e crescimento econômico. Importa salientar que, conforme se buscou explanar, ainda que inicialmente se tratassem de externalidades positivas, podem ocasionar severas distorções nos sistemas de mercado. No caso, de modo geral, como as recompensas para a realização de atividades de P&D ficam diminuídas, serão realizados investimentos insuficientes nesse campo.

Assim sendo, compreendido no que consistem as externalidades, bem como as suas espécies e os seus efeitos, inclusive o fato de que mesmo as externalidades positivas podem comprometer o funcionamento do sistema de mercado, impende que sejam investigadas as possíveis formas de o Direito dos Valores Mobiliários, incluindo-se aí os fenômenos regulatórios, combaterem tais espécies de problemas e mitigar os seus efeitos nocivos, como se verá, ainda que sucintamente, adiante.

8.3 EXTERNALIDADES NO MERCADO DE CAPITAIS

Como já mencionado, o enfrentamento dos problemas decorrentes das externalidades se dá, precipuamente por meio de uma adequada definição dos direitos de propriedade,³⁴³ assim como de uma abrangente e integral atribuição da responsabilidade civil.

Aliás, este é o entendimento de Frank Easterbrook e Daniel Fischel, senão vejamos:

We do not make the Panglossian claim that profit and social welfare are perfectly aligned. When costs fall on third parties - pollution is the common example - firms do injury because harm does not come back to them as private cost. Dumping offal may impose costs on downstream users exceeding the gains to the stockholders. But banning pollution is no panacea. Water is a resource, and if less of it can be used there will be fewer and more expensive products, and more of some substitute means of dealing with wastes, such as turning Staten Island into a garbage dump. Users of the stream impose costs on the firm (and its consumers) as fully as the firm imposes costs on the users of the stream. No rearrangement of corporate governance structures can change this. The task is to establish property rights so that the firm treats the social costs as private ones, and so that its reactions, as managers try to maximize profits given these new costs, duplicate what all of the parties

³⁴³ Incluídos aí os direitos da propriedade intelectual.

*(downstream users and customers alike) would have agreed to were bargaining among all possible without cost. To view pollution, or investment in South Africa, or other difficult moral and social questions as governance matters is to miss the point.*³⁴⁴

Todavia, em que pese não seja, pensamos, a falha de mercado mais incidente do mercado de capitais, certo é que também pode causar danos, aliás, bastante graves, pelo que o Direito dos Valores Mobiliários e a sua regulação devem não só devidamente identificar e reconhecer tais realidades, como também encontrar formas de combatê-las, especialmente no que diz respeito aos riscos sistêmicos envolvidos.

Held ressalta que a grande expansão apresentada pelas atividades financeiras e pelos mercados financeiros globais, desde a década de 1980, acarretaram profundas transformações nas economias nacionais. Em razão da alta volatilidade das taxas de câmbio e de juros, assim como de outros preços de ativos financeiros, a política nacional macroeconômica dos países se tornou consideravelmente mais vulnerável às condições financeiras globais, sendo que os fluxos de recursos especulativos ora transitam rapidamente entre fronteiras. Outrossim, os problemas vivenciados por um setor ou instituição em um determinado país podem também repercutir rapidamente na economia global. Assim, necessário o desenvolvimento de mecanismos para regular a volatilidade dos mercados financeiros³⁴⁵ nacionais e internacionais e tornar mais transparente a contabilidade bancária e de outras instituições financeiras,³⁴⁶ em todo o mundo, inclusive no que diz respeito a níveis mínimos de exigências e padronização.

Portanto, o sistema financeiro e inclusive o mercado de capitais se revelam cada vez mais interligados e, dessa forma, interdependentes, tomando contornos que excedem e muito os limites dos territórios nacionais. Ainda mais por força da tendência da virtualização das moedas, as quais não possuem valor intrínseco, lastro e sequer referência em um banco central de um determinado país soberano, mas sim, totalmente, na credibilidade dos agentes econômicos do mundo inteiro, muitas vezes independentemente da chancela estatal, como ocorre, por exemplo, com as criptomoedas e, mais especificamente, *bitcoins*.

³⁴⁴ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991. p. 39.

³⁴⁵ Entendidos aqui *lato sensu*.

³⁴⁶ HELD, D. Regulamentando a globalização? A reinvenção da política. *In*: GIDDENS, Anthony (Org.). *O debate global sobre a terceira via*. Tradução de Roger Maioli dos Santos. São Paulo: UNESP 2007. p. 579/581.

Nesse contexto, o fluxo de capitais se torna cada vez mais rápido e mesmo menos passível de controle estatal, pelo que o risco sistêmico se revela cada vez mais maior e mais presente. Assim sendo, o mercado de capitais deve criar ambiente no qual problemas verificados com determinados participantes ou potenciais participantes do mercado de capitais nacionais não acabem por contaminar todo o mercado e, assim, prejudicar toda à coletividade, especialmente no que diz respeito à perda de credibilidade. Aliás, isso também sugere seja a regulação rigorosa, efetiva e célere, tanto nos seus aspectos normativos quanto fiscalizatórios e sancionadores.

Quanto à possibilidade dos problemas de informação assimétrica gerarem outras espécies de falhas de mercado, como no caso, de externalidades, devido ao comprometimento da credibilidade sistêmica do mercado de capitais, Kümpel (2007, p. 26,27) explana que:

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

Também nessa linha parece se encontrar a necessidade de maior seriedade e mesmo vinculação dos denominados analistas de mercado e mesmo agências classificadoras de riscos (*Rating Agencies*), que muitas vezes causam considerável prejuízo aos mercados e aos seus participantes, isso porque suas análises, que muitas vezes incluem previsões, definição de preços-alvo, sugestões de carteiras, portfólios e indicações de ativos para compra e venda, bem como indexação de robustez de empresas e instituições, revelam-se, muitas vezes, deveras equivocadas, sem que, de outro lado, haja qualquer responsabilidade por tanto, em que pesem os consideráveis prejuízos causados a terceiros. Assim sendo, sobre alguns segmentos e participantes do mercado, parece que a necessidade é sim de maior regulação.

Aliás, nesse ponto, oportuno salientar a temática dos danos puramente econômicos, que parece estar estreitamente relacionada aos prejuízos decorrentes das externalidades, até mesmo podendo existir parcela de sobreposição conceitual.

Nesse sentido, pertinente consignar que, atualmente, os danos puramente econômicos constituem um dos tópicos de fronteira dentro do gênero da responsabilidade civil especialmente na Europa. A fascinação pela matéria, a qual em um primeiro olhar pode parecer demasiadamente técnica e até mesmo inóspita, desenvolveu-se em uma literatura bastante fértil sobre este conceito fronteiriço.

Nos Estados Unidos, embora ainda não tenha tamanho vulto, a indigitada temática cada vez mais vem ganhando espaço e notoriedade acadêmica, sobremaneira alavancada devido à importância pragmática que o assunto revela, tanto no que diz respeito às atividades do mercado, quanto na discussão dos limites da intervenção governamental nos domínios econômicos, influenciando a eficiência e a produtividade.

Tal sorte não se observa no Brasil, onde o assunto praticamente não é abordado de forma direta, aliás, tampouco parece ser identificado de forma autônoma, isto é, somente vem sendo tratado de modo indireto, como consectário ou tema relacionado à responsabilidade civil.

Contudo, o desenvolvimento da temática dos danos puramente econômicos está na vanguarda do enfrentamento de muitas questões que hoje a temática da responsabilidade civil tradicionais nem sempre prescreve soluções a contento, avolumando-se entre elas, com substancial importância, indagações como, por exemplo, quanto longe pode se expandir a responsabilidade civil sem que se imponham fardos demasiadamente altos sobre as atividades individuais, de modo a frear o desenvolvimento e a geração de riqueza? Ou, em que medida as regras de responsabilidade podem ser compatíveis com as concepções de livre mercado? Assim sendo, imperioso se faz o estudo desta temática, a qual evidentemente não pode mais ser negligenciada, sob pena de relegar-se a anacronismos que não permitem a superação de paradigmas rumo a estágios mais avançados, nos quais a “internalização de externalidades” é condição necessária para o adequado funcionamento do sistema de mercados, principalmente em um cenário de crescente integração mundial, notoriamente estimulada pelo comércio internacional.

Questões dessa natureza certamente virão a ser enfrentadas com frequência em nossos tribunais, como discretamente já vem sendo feito. Desse modo, pela magnitude das implicações as quais estão associadas, é importante que haja o devido preparo para interpretá-las, a fim de garantir, de modo adequado, a preservação dos direitos individuais, bem como da coletividade, sem que se desestime o desenvolvimento da economia e a produção de riquezas.

Dito isso, é importantíssimo registrar que ainda não há uma definição aceita universalmente sobre o conceito de danos puramente econômicos. Isso talvez aconteça pela simples razão de que na maioria dos sistemas legais esta noção não é reconhecida como uma categoria legal autônoma, tampouco é distinguida dos danos em geral.

De qualquer modo, há consenso que as perdas econômicas se referem às espécies de prejuízos sofridos por pessoas físicas ou jurídicas que são identificados ou mensurados, direta e fundamentalmente, em termos financeiros ou monetários.

Nesses termos, oportuno esclarecer que as perdas econômicas podem ser: a) perdas econômicas consequentes, decorrentes de danos ou ferimentos físicos às próprias vítimas, tais como a perda de rendimentos em decorrência de um acidente, ou danos ao direito de propriedade do próprio lesado; e b) perdas econômicas puras (ou danos puramente econômicos), oriundos de outras circunstâncias. Como se vê, este último elenco é obtido de forma excludente, acrescido do caráter eminentemente financeiro da perda. Aqui, vale dizer, o termo puro exerce papel essencial, pois os danos emergem sem a necessidade de qualquer prejuízo antecedente a qualquer pessoa ou patrimônio.

Importante advertir que em certas jurisdições, as previsões legais para o ressarcimento das perdas puramente econômicas vêm sendo sistematicamente limitadas, em especial nos sistemas oriundos da *Common Law*, por temor de que tais encargos se tornem potencialmente ilimitados, podendo representar uma espécie de responsabilidade esmagadora, a qual os sujeitos passivos não teriam condição de assegurar ou suportar. Aliás, de modo geral, a política adotada pelos tribunais europeus, especialmente os ingleses, têm sido a de recusar os pedidos de reparação por perdas puramente econômicas.

Um exemplo de perdas puramente econômicas incluem os prejuízos financeiros decorrentes de auditorias ou avaliações inadequadas, que não identificam os riscos de insolvência ou quebras, o que abrange às hipóteses das agências de classificação de risco, que supostamente causam prejuízos a investidores, sem que, todavia, tenham sido diretamente contratadas pelos prejudicados.

Portanto, as perdas puramente econômicas são perdas financeiras que não estão ligadas a danos físicos à pessoa ou à propriedade da vítima. Assim, se a perda sofrida é relacionada com danos físicos ao imóvel pertencente ao lesado, ou conectados com danos referentes à sua integridade física, não se pode dizer que a perda seja puramente econômica, sendo, nessas espécies de casos, recuperável pelos meios ordinários previstos nas normas comuns de responsabilidade civil.

Ao considerar a existência de um caso de pura perda econômica, deve-se inicialmente classificar o dano efetivamente sofrido, indagando-se como o mesmo surgiu e qual a sua natureza. Se a perda é tão somente um prejuízo financeiro, sem nexos de causalidade direto, então é provável que seja efetivamente um caso de perda puramente econômica. Nesse contexto, muitas vezes o prejuízo é relacional, no sentido de que a vítima perde alguns benefícios esperados, em razão de danos causados a outras pessoas, ou, o que aqui sobrepõe nos interessa, devido a atividades exercidas no âmbito ou para o mercado de capitais, sem que, contudo, os prejudicados tenham participação direta ou mesmo diretamente contratado tais serviços, isto é, em decorrência de externalidades.

Nos países que o termo é bem reconhecido, o seu sentido é explicado essencialmente de forma negativa. Assim, considera-se que são perdas que existem mesmo sem prévias lesões às pessoas ou ao patrimônio dos demandantes. É dito que as perdas econômicas puras são aquelas que atingem “somente a carteira do demandante e nada mais”. Por exemplo, na Suécia, onde o legislador restringiu a legitimidade para se pleitear o ressarcimento somente às vítimas de perdas puramente econômicas decorrentes de crimes, a “*Tort Liability Act 1972*”, em seu § 2º, define a noção nos seguintes termos: “*No presente ato, a perda puramente econômica significa a perda econômica surgida sem conexão com ferimentos físicos ou a danos à propriedade de alguém*”.³⁴⁷ Semelhantes conceitos prevalecem na Alemanha e na Inglaterra.³⁴⁸

Nesse sentido também, além da proteção dos investidores mesmo frente a potenciais prejuízos decorrentes de informações geradas por terceiros e, portanto, percebidas como externalidades, o descrédito quanto ao adequado funcionamento, à lisura e não possibilidade de manipulação igualmente servem de desestímulo a potenciais investidores e, por conseguinte, para o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais, como entendemos, pelo menos em parte, ocorrer no Brasil, consubstanciando-se, portanto, em uma das funções da atividade regulatória, como se pode perceber do entendimento de Eizirik *et al*:

Os objetivos da regulação, orientados pelo interesse público, são os seguintes: proteção aos investidores; eficiência do mercado; criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; impedir a criação de situações de conflitos de interesse.

³⁴⁷ Conforme tradução livre.

³⁴⁸ Para aprofundamento ver BUSSANI, Mauro; PALMER, Vernon Valentine (Org). **Pure Economic Loss in Europe**. Cambridge: Cambridge University, 2003.

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.

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 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.

Assim, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, assim como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação de mercado.³⁴⁹

Assim sendo, a exemplo da literatura nacional e especialmente internacional, o órgão regulador deve atuar efetivamente como autoridade disciplinadora do mercado de capitais, zelando não só pelo seu adequado funcionamento, mas também por sua credibilidade e difusão da crença, junto aos efetivos e potenciais investidores, quanto à confiabilidade e lisura das operações que em seu âmbito são realizadas.

³⁴⁹ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 18-19.

9 REGULAÇÃO DINÂMICA E MODULÁVEL DO MERCADO DE CAPITAIS

Como já salientado, o mercado de capitais, notadamente no Brasil, carece de maior atenção e dedicação, sobretudo porque pode exercer papel fundamental, funcionando como mola propulsora do crescimento econômico, de modo a desempenhar função protagonista no processo de desenvolvimento, inclusive com vistas a democratizar tanto o acesso à captação da poupança pública para os empreendedores³⁵⁰ como, também, a investimentos com possibilidades de maior rentabilidade e mesmo diversificação para os poupadores (agentes superavitários).

Ainda mais se considerando os avanços tecnológicos e as inovações disruptivas cada vez mais frequentes, que vêm promovendo a quebra de paradigmas na conformação dos mercados e, portanto, das estruturas que os compõem, assim como da própria estruturação e organização³⁵¹ dos agentes econômicos, em especial devido à redução dos custos necessários para a realização das transações, do mesmo modo que para a obtenção de informações, reduzindo-se, assim, a necessidade ou mesmo facilitando a prescrição dos remédios destinados para o enfrentamento das falhas de mercado, em especial, da assimetria informacional e dos custos de transação, respectivamente.

Nesse sentido também, em virtude dos avanços tecnológicos, evidente é a tendência à desintermediação, que está por revolucionar o sistema financeiro e, dentro dele, o mercado de capitais, o qual justamente se caracteriza e é reconhecido pela desintermediação, ao conectar diretamente agentes superavitários e deficitários (em outras palavras, demanda e oferta de capital). Desta forma, ensejando maior potencial de participação do mercado de capitais como forma de financiamento de empreendimentos e, portanto, para o crescimento e desenvolvimento econômico do País.

Contudo, para que tal potencial seja devidamente explorado, mudanças regulatórias e mesmo a própria concepção de regulação, sobretudo no que tange ao

³⁵⁰ Estimulando também as inovações e o surgimento de novos produtos, serviços e também novos agentes econômicos, quiçá concorrentes.

³⁵¹ Nesse sentido, o fenômeno denominado coloquialmente de “uberização”, em referência à empresa que se tornou rápida e mundialmente conhecida revolucionando o mercado de transporte de passageiros por meio de veículos particulares (*Uber*), que também integra um novo segmento chamado de Economia Compartilhada ou Economia Colaborativa, composto por empresas, por exemplo, como *Airbnb*, *Mobypark*, *Kickstarter*, entre outras. Pode-se considerar como precursores destas novas formas de organização dos agentes econômicos e de distribuição de seus produtos e serviços (embora não propriamente pertencentes à Economia Colaborativa), empresas como *Netflix*, em resposta ao modelo anterior de aluguel de *Dvd*'s, o qual, por sua vez, vale registrar, substituiu as fitas de videocassete.

mercado de capitais, devem devidamente acompanhar as alterações que estão a ocorrer nas realidades fáticas que são objeto de regulação.

Utilizando-se uma figura de linguagem para tanto explicar, podemos nos valer da metáfora de que os valores mobiliários hoje disponíveis e mesmo potenciais são os automóveis do presente e do futuro, os quais se revelam cada vez mais velozes, seguros e eficientes, enquanto que a regulação e o seu modelo regulatório atual, que definem a própria conformação do mercado de capitais, são estradas do passado, sinuosas, com traçado antiquado e revestimento impróprio, incapazes de aproveitar o efetivo potencial dos novos veículos que se apresentam e que delas necessitam para maximizar as suas eficiências.

Por conseguinte, o presente estudo se propõe a sistematizar, analisar e indicar, ainda que de forma panorâmica, quais são os reais problemas (disfuncionalidades) que devem ser enfrentados pela regulação, o que, como visto anteriormente, entendemos ser as falhas de mercado e, assim sendo, devem constituir o objeto (matéria-prima) da regulação do mercado de capitais, a fim de que os arranjos normativos, especialmente de origem regulatória, sejam aptos a incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tudo de modo a promover eficiência econômica.

Assim sendo, após entendermos as premissas antes enfrentadas, quais sejam, as falhas de mercado, e especificamente aplicadas à temática objeto do presente trabalho, sugerimos, então, a proposição de uma regulação dinâmica e modulável para o mercado de capitais, a ser conformada em adequação à efetiva forma de incidência das falhas de mercado nos diferentes segmentos³⁵² que se apresentam no mercado de capitais, de acordo com as diversas características exibidas pelas diferentes estruturas de mercado, diferentes ativos e diferentes agentes econômicos que integram e possam vir a integrar o mercado de capitais,³⁵³ ressaltando-se, portanto, a necessidade de uma regulação mais celeremente

³⁵² Segmentos aqui se referem às diferentes estratificações que compõem o mercado de capitais, caracterizadas não propriamente pelo setor econômico de atuação das empresas que as integram, mas sim por critérios como a forma de organização dos agentes econômicos envolvidos, as características dos investidores atingidos, a forma de oferta dos valores mobiliários e, portanto, dos ativos transacionados (efetivos e potenciais), bem como os tipos de estrutura de mercado que nesse contexto se apresentam.

³⁵³ Analogamente, Eizirik *et al* afirmam: “No plano teórico, distingue-se a regulação “econômica”, objeto de nosso estudo da regulação “social”. A regulação econômica é implementada mediante dois conjuntos de regras, quais sejam, as que compõem a regulação estrutural e aquelas que instituem uma regulação de conduta. A regulação “estrutural” é utilizada para a disciplina da estrutura do mercado, mediante normas de entrada e saída do mercado assim como de qualificação para o exercício de atividades; já a regulação de “conduta” é empregada para a disciplina do comportamento dos agentes, como controle de preços e padrões de conduta dos agentes. Já a regulação “social” compreende as áreas de meio-ambiente, condições de trabalho, relações de consumo etc.”, in: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE,

adaptável (responsiva) aos segmentos que se apresentam, de modo a acompanhar as profundas e incessantes alterações que especialmente os avanços tecnológicos estão a promover na sociedade de modo geral e, não diferentemente, no mercado de capitais, inclusive com vistas a sustentabilidade do processo de desenvolvimento.

Dessa forma, importa salientar que a normatização do mercado de capitais não pode ser realizada de modo indiferente às díspares características apresentadas pelos diversos agentes econômicos e ativos, bem como diversos tipos de estruturas de mercado que efetiva e potencialmente compõem o mercado de capitais, sob pena de se gerar ineficiências, uma vez que se impede o eficiente funcionamento e mesmo o surgimento de novos segmentos do mercado de capitais.

Igualmente nesse sentido, considerando a velocidade que as mudanças estão a ocorrer, propõe-se que seja a regulação a via preferencial, porquanto a normatização derivada da legislação não possui a celeridade exigida frente à velocidade das transformações ocorridas no mercado de capitais, além da complexidade dos temas envolvidos que desafiam e exigem conhecimento técnico, a fim de facilitar e mesmo permitir o surgimento das inovações.

Desse modo, desde já se faz oportuno salientar que devem ser sopesados os custos e benefícios de cada iniciativa regulatória, ponderando-se os *trade-offs* envolvidos, como ocorre, muitas vezes, por exemplo, entre o objetivo de combater os problemas decorrentes da assimetria informacional e, de outro lado, gerar, por tanto, o aumento dos custos de transação.

Certo é, contudo, que os avanços tecnológicos estão desafiando a atual regulação e promovendo a redução drástica dos custos de transação e mesmo de obtenção e produção de informação e, de tal modo, possibilitando o surgimento de estruturas de mercado deveras diferenciadas, o que enseja, aliás, o surgimento de diversos novos produtos e serviços, igualmente no âmbito do mercado de capitais, com o conseqüente surgimento de novos valores mobiliários e mesmo novos tipos de participantes, tanto empreendedores como investidores, isto é, tanto do lado da oferta quanto da demanda de capitais.

Nessa mesma linha, o fenômeno da desintermediação é muito evidente, reforçando justamente a característica do mercado de capitais que é, em sua essência, o

Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 14-15.

ensejo do fluxo de recursos entre empreendedores (agentes econômicos deficitários) e poupadores líquidos (agentes econômicos superavitários) sem a participação direta de intermediários, apenas como prestadores de serviços. Tal ou tais circunstâncias, importa ressaltar, são capazes de promover substancial ganho de eficiência econômica, pelo que, além de não impedidas, devem ser também incentivadas.

Para tanto, a regulação deve ser maleável, no sentido de se adaptar às peculiaridades exigidas para o combate às falhas de mercado em consonância com as características das estruturas de mercado efetivamente apresentadas e dos agentes econômicos efetivamente envolvidos, assim como das características dos próprios ativos em questão, e isso nos mais variados segmentos existentes e mesmo potencialmente existentes do mercado de capitais, sob pena de ser tão prejudicial quanto à própria ausência de regulação.

Nesse diapasão, além de dinâmica no sentido de se adaptar às novas realidades, que estão a se alterar em velocidade acelerada, incessante e mesmo surpreendente, devido, sobretudo, às inovações tecnológicas; a regulação do mercado de capitais deve ser modulável às características e especificidades tanto das estruturas de mercado e dos agentes econômicos efetivamente envolvidos, como também dos ativos transacionáveis, de acordo com os segmentos específicos de mercado nos quais os mesmos se encontram, devendo ser consideradas, sobretudo, não propriamente o setor econômico ou a área de atuação, mas sim as particularidades e mesmo o tamanho dos agentes econômicos, da mesma forma que os predicados das estruturas de mercado envolvidas e das formas de acesso e divulgação de informações, inclusive diante das novas possibilidades tecnológicas.

Destarte, importa agora delimitar precisamente o que seja o mercado de capitais e, mais importante ainda, o que sejam valores mobiliários, que é o que se faz a seguir, para então se detalhar, um pouco mais, os atributos que entendemos exigidos para uma nova e mais eficiente regulação do mercado de capitais, condizente com a atual realidade.

9.1 VALORES MOBILIÁRIOS E A CONFORMAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Uma vez situado o mercado de capitais e demonstrado de que modo o mesmo é capaz de proporcionar eficiência econômica, como feito no segundo capítulo, assim como contextualizadas as falhas de mercado que lhe atingem, como descrito nos quinto, sexto, sétimo e oitavo capítulos, importante bem precisar a definição do mercado de capitais, de

acordo com os ativos e interesses que em seu âmbito são transacionados e objetos de negociação.

Assim, importa ressaltar que o mercado de capitais consiste no local, físico ou virtual, onde são negociados os valores mobiliários, possuindo como função primordial drenar recursos excedentes dos poupadores líquidos (ofertantes últimos) para os investidores com déficit financeiro ou carência de recursos (tomadores últimos), oferecendo aos primeiros melhores expectativas de retorno, ou seja, maior retorno esperado.

Dessa forma, o mercado de capitais se caracteriza pela desintermediação, porquanto, em regra, não há a intervenção de intermediários financeiros, como, *verbi gratia*, de instituições bancárias, havendo, desse modo, a eliminação do *spread* bancário, que consiste na diferença entre a taxa de juros cobrada dos tomadores (últimos) de crédito e a taxa de juros paga aos ofertantes últimos, a qual, no caso do mercado de crédito, é apropriada pelos intermediários.

Ademais, oportuno pontuar que são características marcantes do mercado de valores mobiliários ou de capitais a padronização dos seus ativos, da mesma forma que a celeridade em que as suas operações podem ser efetuadas e, ainda, a busca pela liquidez destes ativos.

Nesse sentido, imprescindível é compreender a efetiva extensão do conceito de valor mobiliário, inclusive para seja possível identificar os limites do mercado de capitais, como abordado a seguir.

9.1.1 O Conceito de Valor Mobiliário e a Delimitação do Mercado de Capitais

Desde já, há que se dizer que o conceito de valor mobiliário é altamente relevante para o mercado de capitais. Isso porque se determinado título ou ativo for considerado valor mobiliário, significa dizer que ele deverá, em regra, sujeitar-se às normas e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, o que implica em uma mudança significativa na forma como podem ser ofertados e negociados no mercado, sobretudo porquanto terão que obedecer a diversas premissas.

Diga-se, no Brasil, todos os valores mobiliários devem, em princípio, ser registrados na Comissão de Valores Mobiliários. Justamente, conforme EIZIRIK,³⁵⁴ o conceito de valor mobiliário é o balizador da competência da Comissão de Valores Mobiliários.

Importante pontuar que, durante muito tempo e isso não só no Brasil, pelo contrário, o conceito de valores mobiliários esteve atrelado e foi tratado de modo paralelo³⁵⁵ aos títulos de crédito, os quais, na clássica concepção de Vivante, consubstanciam-se nos documentos necessários ao exercício do direito literal e autônomo neles contidos.³⁵⁶

Um dos motivos pelos quais essa aproximação ocorreu, pode-se dizer, estava relacionado, em grande parte, à circunstância de que tantos os títulos de crédito quanto os valores mobiliários continham um ponto em comum, qual seja, a finalidade de circulação.³⁵⁷ Inclusive, parte da legislação destinada aos títulos de crédito foi utilizada, até mesmo no Brasil, para disciplinar institutos aplicados aos valores mobiliários, como se via, por exemplo, no caso do endosso, nas ações nominativo-endossáveis, as quais hoje, aliás, não existem mais.³⁵⁸

Contudo, esta equiparação se mostrou imperfeita, por diversos motivos. Principalmente, porquanto os títulos de crédito, em que pesem possuam regras gerais e aplicáveis uniformemente, destinam-se a situações que devem ser analisadas casuisticamente (caso a caso), pois contêm características individuais, não apresentando fungibilidade entre si. Os valores mobiliários, por sua vez, são emitidos em série e destinados ao público em geral, não havendo, *a priori*, ambas as partes previamente definidas e sendo, em regra, fungíveis.³⁵⁹

Oportuno é trazer à colação o quadro das principais diferenças, apontadas esquematicamente abaixo, a fim de facilitar a compreensão.

³⁵⁴ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B.; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. Mercado de capitais: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 247.

³⁵⁵ Como uma subespécie.

³⁵⁶ VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 3. ed. Milano: Ed. Francesco Vallardi, v. III, p. 63.

³⁵⁷ Entre todos sobre a temática, inarredável mencionar o clássico artigo de MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. In: **Revista de administração de empresas FGV**, Rio de Janeiro, 25 (2): 37-51, abril/junho 1985.

³⁵⁸ Atualmente somente existem ações escriturais

³⁵⁹ Sobre o tema, interessante diferenciação entre os institutos consta em: SANCHEZ, Daniela Llorca Andrei. **O sistema de distribuição de valores mobiliários**. Dissertação de mestrado. Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006.

Títulos de Crédito	Valores Mobiliários
➤ Não se destinam à emissão em série, sendo usualmente individualizados.	➤ Emitidos em série.
➤ Não visam à distribuição em massa, limitando-se, como regra, a regular a relação entre partes previamente definidas.	➤ Destinados à distribuição em massa (p. ex.: para a captação de recursos do público investidor).
➤ Consubstanciam operações de crédito (troca de bens presentes por bens futuros).	➤ Representam investimentos.
➤ Teor é determinado conforme a conveniência das partes no caso concreto.	➤ Em regra, contém cláusulas padronizadas.
➤ Não representam fungibilidade entre si.	➤ São fungíveis entre si

Diante das diferenças verdadeiramente irreconciliáveis, tratando-se, na verdade, de realidades completamente distintas, com apenas algumas, isso sim, vagas similitudes, especialmente no que diz respeito a finalidade de circulação, os valores mobiliários, no mundo inteiro, ganharam foro de cidadania.

No Brasil, que é o que aqui mais nos interessa, contudo, o legislador apenas veio a se referir ao mercado de capitais ao elaborar a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a qual dispôs sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, além de criar o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, nos seguintes termos, *in verbis*:

Art. 5º. As deliberações do Conselho Monetário Nacional entendem-se de responsabilidade de seu Presidente para os efeitos do art. 104, nº I, letra "b", da Constituição Federal e obrigarão também os órgãos oficiais, inclusive autarquias e sociedades de economia mista, nas atividades que afetem o mercado financeiro e o de capitais. (BRASIL, 1964).

Todavia, a referência mais direta sobre valores mobiliários surgiu em nosso ordenamento jurídico, muito embora não tenha sido feita a sua definição ou delimitação do conceito, com a edição da Lei nº 4.728/65, a qual disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento, determinando, em seu art. 2º, o seguinte, pelo que vale transcrever, *in litteris*:

Art. 2º. O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

- I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;
- II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;
- III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;
- IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;
- V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;
- VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio. (BRASIL, 1965).

Posteriormente, o legislador foi mais específico. Ao elaborar a Lei nº 6.385/76, dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários, sendo que em artigo 2º, embora também não tenha precisado o conceito, enumerou o que seriam valores mobiliários, apresentando, frise-se, rol taxativo, apesar de facultar a criação pelo Conselho Monetário Nacional de outros títulos, conforme pode ser observado da redação original do dispositivo, *in verbis*:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;
 - II - os certificados de depósito de valores mobiliários;
 - III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.
- Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei:
- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
 - II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (BRASIL, 1976).

Ou seja, originalmente, a Lei nº 6.385/76 utilizou conceito restritivo para valor mobiliário e, assim, evitou delimitar características amplas que pudessem ser utilizadas como referência para a caracterização de um título como valor mobiliário. Em outros termos, o legislador simplesmente listou o que deveria ser considerado como valor mobiliário e outorgou ao Conselho Monetário Nacional competência para alterar a lista, quando necessário.

Com o passar do tempo, a lei e a regulamentação incluíram no rol de valores mobiliários diversos outros títulos ou contratos de investimento. Mesmo assim, embora tenha funcionado com sucesso durante algum tempo, esse conceito mais restrito

começava a se mostrar ineficiente para fazer frente à crescente e constante criação de novos produtos financeiros.

Por essa razão, foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 08 de janeiro de 1998, a qual procurou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos. De acordo com essa definição, são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultantes da prestação de serviços, cujos rendimentos advenham do esforço do empreendedor ou de terceiros.³⁶⁰

A Lei nº 10.303/2001 incorporou esse conceito ao artigo 2º da Lei nº 6.385/76, que atualmente vigora com a seguinte redação, *in litteris*:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 1º. Excluem-se do regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) (Vide art. 1º da Lei nº 10.198, de 14.2.2001)

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista

³⁶⁰ DELGADO, José Augusto. Aspectos conceituais de entidades dos mercados financeiro e de capitais e da previdência privada. In: TORRES, Heleno Taveira (org.). **Tributação nos mercados financeiro e de capitais e na previdência privada**. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005, p. 31-65.

nesta Lei, para as companhias abertas. (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

Isto é, com o advento da Lei nº 10.303, de 2001, foi substancialmente alterado o artigo 2º da Lei 6385/76, dando-se maior amplitude ao conceito de valor mobiliário. Com isso, passaram a serem considerados valores mobiliários: (i) todos os ativos listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei nº 6385/76; (ii) quaisquer outros criados por lei ou regulamentação específica, como os certificados de recebíveis imobiliários - CRI's, os certificados de investimentos audiovisuais e as cotas de fundos de investimento imobiliário – FII's, entre outros; e (iii) quaisquer outros que se enquadrem no inciso IX da referida Lei, conforme citado acima.

Importante destacar que a Lei expressamente retirou da lista de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras, exceto as debêntures. De fato, se a captação é feita por entes governamentais ou por instituições financeiras (regulamentadas pelo Banco Central do Brasil), com a responsabilidade destas, não haveria, supostamente, razões para se pleitear a tutela e regulação, portanto, da Comissão de Valores Mobiliários.³⁶¹

Dessa forma, como se pode perceber através da evolução do conceito de valores mobiliários no Brasil, especialmente com o advento da Lei nº 10.303, de 2001, que alterou o artigo 2º da Lei nº 6385/76, deu-se maior amplitude ao instituto, isto é, aos valores mobiliários, de modo a ampliar, conseqüentemente, a abrangência do mercado de capitais.

Dessa forma, possível perceber a importância da tipificação sobretudo regulatória (por conseguinte, da regulação em si), especialmente considerando-se a ampla legitimidade e discricionariedade a ela concedida, uma vez que, a bem da verdade, nos termos atualmente vigentes, é ela quem define, de fato e de Direito, o que e como se poderá integrar este mercado tão peculiar, que é o de capitais, restando, assim, por definir a realidade fática e, igualmente, o próprio mercado, pelo que entendemos ir além de mera noção instrumental, mas possuindo, sim, verdadeiro caráter material.³⁶²

Quanto à amplitude conceitual atualmente vigente, oportuno consignar:

³⁶¹ Muito embora as características dos ativos possam vir a serem as mesmas, o que entendemos, quando efetivamente assim ocorrer, igualmente devessem estar sob o crivo da Comissão de Valores Mobiliários.

³⁶² Diferentemente, “[...] a noção de valor mobiliário, entre nós, é basicamente instrumental, uma vez que se destina a delimitar a regulação estatal do mercado de capitais, tido como um mercado de risco, por envolver captação popular de recursos por parte das companhias abertas e dos demais emissores de tais títulos.”, *in*: EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 49.

Notavelmente, ao inserir os contratos de investimento coletivo no rol do art 2o, a lei brasileira migrou da acepção mais restrita de valores mobiliários para uma mais abrangente, aproximando-se do conceito de securities do Direito norte-americano, que inspirou o disposto no inciso IX. Assim, com a redação atual do art. 2o da Lei nº 6.385/76, serão valores mobiliários, além dos títulos expressamente previstos em seus incisos I a VIII, quaisquer outros títulos, desde que haja esforço de captação da poupança popular, com o objetivo de investimento por parte dos doadores de recursos, mas com rendimentos advindos do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Permanece, contudo, a ausência de um conceito legal de valor mobiliário, apesar de ser possível destacar algumas características que, em princípio, são comuns a grande parte dos títulos, tais como a captação da poupança popular, a padronização dos direitos inerentes e a qualificação de títulos em massa.³⁶³

Diante do exposto, compreende-se que a regulação, especialmente no que toca ao objeto de estudo do presente trabalho, promovida pela Comissão de Valores Mobiliários, é a efetiva responsável pelo desenho institucional do mercado de capitais, isso porque, sobretudo, consubstancia-se, em nosso sentir, não em uma agência de regulação setorial de mercado, mas sim de regulação quanto ao adequado funcionamento do sistema de mercado, no caso, aplicada ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, podendo, assim, promover (ou não), a almejada eficiência econômica e o respectivo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pelo que a sua normatização regulatória deve, então, ser sistematicamente revisada e reaçada, portanto, em respeito à adequação das estruturas de mercado que conforma, relativamente às realidades cada vez mais rapidamente mutáveis que observamos ocorrer.

Ou seja, o conceito ou a definição que é dada para os valores mobiliários, e isso sobretudo por parte do ente regulador, qual seja, a Comissão de Valores Mobiliários, possui crucial importância, porque somente se assim for considerado poderá ser negociado neste tipo de mercado, uma vez que, no Brasil, todos os valores mobiliários devem, em regra, ser registrados na Comissão de Valores Mobiliários,³⁶⁴ sendo que, isso também significa, se determinado título ou ativo for considerado um valor mobiliário, ele deverá se sujeitar às regras e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, de modo que o conceito de valor mobiliário é altamente relevante para definir o próprio mercado,

³⁶³ CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei 6.385/76 (Art. 2º)**. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 52.

³⁶⁴ Em regra, uma vez que existem exceções, ainda que poucas.

compreendendo, portanto, seus possíveis objetos, integrantes e tipos de relações (estruturas de mercado).

Não obstante, a eficiência econômica deve ser perseguida nesse mister.³⁶⁵

9.2 REGULACÃO DINÂMICA E MODULÁVEL

Importantíssimo também perquirir o que efetivamente justifica ou norteia a delimitação (definição) dos valores mobiliários e, assim, do próprio mercado de capitais, que entendemos, já em resposta, seja conformado de modo a afastar, tanto quanto possível, a incidência das falhas de mercado, antes já sistematizadas e enfrentadas, especialmente no âmbito do mercado de capitais. Nessa linha, aliás, é que entendemos que a regulação deve buscar promover eficiência econômica.

Quanto ao órgão responsável pela regulação do mercado de capitais brasileiro, que é a Comissão de Valores Mobiliários, inclusive quanto às suas funções, além de todos os dispositivos legais já mencionados, pertinente trazer à colação o Art. 8º da Lei 6385/76, que espanca qualquer dúvida que pudesse existir a esse respeito:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

³⁶⁵ Quanto aos desenhos institucionais e suas consequências em termos de eficiência, Yazbek bem pontua quanto ao mercado de derivativos: Na verdade, a discussão sobre a nova regulamentação para o mercado de derivativos de balcão é uma discussão sobre a própria conformação desse mercado. E a experiência brasileira talvez demonstre a validade dessa assertiva. Se no Brasil, ao contrário do que se considera ser a regra geral, os mercados de bolsa são mais relevantes e concentram maiores volumes do que os mercados de balcão, tal fato deve decorrer, ao menos em parte, da estrutura institucional antes descrita. Da mesma maneira, se a despeito das inequívocas vantagens de um sistema centralizado de compensação e de liquidação de operações, este ainda é menos utilizado, tal fato deve ser levado em conta nas propostas que pretendem impor ou induzir o uso de *clearings*. In: YAZBEK, Otavio. **Crise, inovação e regulação do mercado financeiro**. In: SATIRO, Francisco de Souza Júnio (coord.). Direito, gestão e prática: mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 161.

§ 1º O disposto neste artigo 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. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

No que tange à atividade regulatória, especialmente aplicada ao mercado de capitais, precisas são as considerações de Eizirik *et al*:

A regulação de determinado mercado compreende as atividades de elaboração de normas legais ou regulatórias, do registro e da fiscalização das entidades que atuam no mercado, bem como da aplicação de tais normas, que pode resultar em sanções administrativas, após o competente processo sancionador. Assim, o termo regulação designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de ação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, e cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal.

Vale notar que, ao regular determinada atividade econômica, o Estado manifesta, por um lado, sua intenção de não eliminar o mercado, e, por outro lado, de não deixá-lo funcionar de forma inteiramente livre, sem quaisquer restrições; daí a opção pela regulação da conduta de seus participantes, quer ao nível do acesso - regulação das condições de entrada no mercado —, quer ao nível do exercício da atividade econômica, mediante limitações à realização de determinadas operações.³⁶⁶

Aliás, não há dúvidas da possibilidade e mesmo da função da Comissão de Valores Mobiliários de promover a eficiência do mercado de capitais, incumbência esta inclusive expressamente positivada entre as suas atribuições, como se observa da Lei nº 6.385/76, senão vejamos:

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

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

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

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

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

³⁶⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 14.

- a) emissões irregulares de valores mobiliários;
- b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. (BRASIL, 1976).

Todavia, inarredável compreender que as condições, requisitos e exigências para a participação e atuação junto ao mercado de capitais devem ser apreciadas e estabelecidas de acordo com as características específicas dos ativos, dos agentes econômicos e das estruturas de mercado efetivamente envolvidos, considerando de que forma também efetivamente as falhas de mercado incidem nestes contextos.

Competência e legitimidade certamente a Comissão de Valores Mobiliários possui para isso, como pode se ver da autorização legal que lhe é concedida também pela Lei nº 6.385/76:

- Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - III - os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
 - IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- § 1º Excluem-se do regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) (Vide art. 1º da Lei nº 10.198, de 14.2.2001)

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória no 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011). (Brasil, 1976).

Nesse mesmo Diploma legal, consta mais:

Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

§ 2º - Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:

I - o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;

II - o coobrigado nos títulos;

III - as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I;

IV - quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.

§ 3º - Caracterizam a emissão pública:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

§ 4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira.

§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;

II - fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre:

a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas;

b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes;

c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso;

d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor.

§ 6º - A Comissão poderá subordinar o registro a capital mínimo da companhia emissora e a valor mínimo da emissão, bem como a que sejam divulgadas as informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor.

§ 7º - O pedido de registro será acompanhado dos prospectos e outros documentos quaisquer a serem publicados ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção do lançamento.

Art. 20. A Comissão mandará suspender a emissão ou a distribuição que se esteja processando em desacordo com o artigo anterior, particularmente quando:

I - a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro;

II - a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas. (Brasil, 1976).

Portanto, possível constatar que a atuação normativa da Comissão de Valores Mobiliários é, sem dúvida, bastante ampla, sendo a Comissão, repita-se, de fato e de Direito, a efetiva responsável por conformar o mercado de capitais.

Angela Donaddio assim refere:

No que se refere à sua atuação normativa do mercado de capitais, a CVM pode expedir os seguintes atos nos termos da Deliberação n. 1/78: deliberações, instruções normativas, pareceres, notas explicativas, portarias e atos declaratórios. Por meio de seus atos, a autarquia disciplina, por exemplo, matérias relativas a: organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; práticas irregulares de administradores de companhias abertas e investidores; procedimentos para imposição de sanção, entre outros.

[...]

Quanto à regulação específica das sociedades anônimas abertas, compete à autarquia expedir normas referentes à precisão, periodicidade e padronização das informações das companhias a serem divulgadas. São exemplos de informações requeridas: demonstrações financeiras, negociação de ações, relatórios da administração, fatos relevantes, oferta pública de aquisição, permuta ou venda de ações, entre outras informações,

visto que a CVM tem o dever de zelar pela regularidade e confiabilidade das informações prestadas pelas companhias e demais agentes.³⁶⁷

Outrossim, como antes já salientado, entendemos que a conformação do mercado de capitais, assim como dos valores mobiliários que o definem, devem objetivar, tanto quanto possível, eliminar ou mitigar a incidência das falhas de mercado ou de seus efeitos nocivos, ensejando, assim, maior eficiência econômica e bem-estar social e mesmo individual.

O papel da regulação, nesse sentido, é claro e crucial, para promover eficiência econômica, respeitando-se, evidentemente, o modelo de economia de mercado:

Logo no início de suas atividades, a CVM fez divulgar a sua política de regulação, da qual gostaria de destacar alguns aspectos. O primeiro deles é sua opção por um modelo baseado na livre iniciativa e na economia de mercado. Isso significa dizer que a política de regulação da CVM aceita os instrumentos de mercado, ao mesmo tempo em que reconhece algumas ineficiências em seu funcionamento e a presença de conflitos de interesse na esfera social. No mercado de valores mobiliários, a presença da CVM à qual a legislação delegou poderes, deve contribuir para eliminar, minimizar ou ainda harmonizar os conflitos de interesses. [...] O objetivo permanente de buscar maior eficiência é o terceiro aspecto. A organização do mercado deve permitir não só que os investimentos se dirijam naturalmente às unidades produtivas que, no mesmo nível de risco, apresentam maior rentabilidade, como também que a transferência desses recursos tenha os menores custos possíveis.³⁶⁸

Justamente, a definição do que é ou não passível de ser qualificado como valor mobiliário deve buscar fundamentalmente alcançar as características que ensejam o atendimento de tal desiderato. Ou seja, é a conformação destes ativos, considerados valores mobiliários, os quais, aliás, delimitam o que vem a ser o mercado de capitais, inclusive seus integrantes e suas respectivas relações, que permite a redução da incidência das falhas de mercado ou dos seus perniciosos efeitos.

Assim, muito embora se reconheça que se faz profundamente necessária a constante regulação desse mercado, o que, no Brasil, cabe à Comissão de Valores Mobiliários, necessário reconhecer, todavia, que o mercado de capitais no Brasil não se revela eficiente, estando no mínimo muito aquém de suas possibilidades.

³⁶⁷ DONADDIO, Angela. Regulação e Autorregulação do Mercado de Capitais Brasileiro. In: ARAÚJO, D. B. S. G. **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 103.

³⁶⁸ CANTIANO, Luiz Leonardo. **Aspectos regulatórios do mercado de capitais**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005. p. 217-218.

Nesse sentido, evidente e mesmo inegável, diante de fato público e notório, que o mercado de capitais brasileiro é utilizado basicamente por um pequeno grupo de grandes empresas, sendo que o estudo da estrutura de capital das empresas, no Brasil, revela que as mesmas se financiam, fundamentalmente, por meio do mercado de crédito bancário,³⁶⁹ justamente onde é observada uma das maiores taxas médias de juros bancários.³⁷⁰ Quanto aos investidores, no Brasil, o número é baixo, bem como basicamente tomado por grandes investidores e alguns investidores institucionais.

Assim sendo, imperioso reconhecer a necessidade da tomada de medidas que busquem mudar tal quadro, ensejando maior eficiência econômica, o que entendemos seja possível e mesmo desejável realizar por meio da promoção de uma regulação ainda mais presente, porém mais dinâmica e sensível às diferentes características dos diferentes ativos e agentes econômicos envolvidos, assim como das estruturas de mercado estabelecidas no âmbito do mercado de capitais, ou seja, adaptável às particularidades dos diversos segmentos existentes no mercado de capitais, ainda mais diante das inúmeras possibilidades advindas dos avanços tecnológicos e, por isso, modulável.³⁷¹

³⁶⁹ Inclusive por meio de incentivos estatais.

³⁷⁰ Muito bem precisa a questão Gustavo H. B. Franco sobre o fenômeno de *crowding out*: “É indiscutível que os juros reais no Brasil, os maiores do mundo, representam o maior desafio intelectual e prático da profissão desde a hiperinflação, cuja superação bem ensinou que o combate a patologias dessa grandeza começa de verdade quando as reconhecemos como doenças, o que, no entanto, pode levar muito tempo para ocorrer. Com efeito, o país se distraiu por vários anos com noções como a de "neutralidade" da inflação, ou "seu caráter inercial", abdicando de explicações mais fundamentalistas para o problema, em boa medida em decorrência da opacidade das contas públicas. Depois de muito tempo e energia dedicados a questões de natureza metodológica e contábil, tão desinteressantes quanto essenciais para a quantificação do problema, chegamos a um consenso que parece ser este: tínhamos um desequilíbrio fiscal fenomenal, aberto ou potencial, e essa foi a infecção que nos levou a uma inflação média mensal de 16% durante os 15 anos que antecederam o Plano Real. Tínhamos e não temos mais, ou será que ainda o temos? Foram, de fato, tão brilhantes assim os resultados do processo de reforma do Estado, a ponto de ser possível dizer que mudaram os termos do problema fiscal que tivemos durante esse período? [...]. O *crowding out* no Brasil foi bem além das descrições consagradas nos livros-texto, pois o governo ajustou regulamentos e criou instituições para tornar mais eficiente o processo de exclusão do setor privado da disputa pela poupança nacional. Muitos desses mecanismos funcionam exatamente como impostos sobre a intermediação financeira, ou mesmo sobre a renda corrente, e com "vinculações de receita". É fácil ver que as LFTs são um instrumento importante para o processo de *crowding out*, pois não há dúvida de que este destrói toda competição relevante por parte de papéis privados em uma ampla faixa de oferta de poupança. Sendo assim, a questão a responder é se a situação fiscal do país já é sadia o suficiente para que seja articulado um ataque concertado a todos os instrumentos do *crowding out* – juros, exigibilidades e LFTs – ou se é possível avançar apenas na erradicação das LFTs, sem que os "fundamentos" do problema – fiscais – alcancem um patamar significativamente mais brando.”. Constante em FRANCO, Gustavo H. B. **Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. (Orgs.) Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. p. 277-278.

³⁷¹ Pertinente salientar que a utilização da *internet* para a procura de investidores pode caracterizar uma oferta como pública de valores mobiliários, as quais precisam ser intermediadas por uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme arts. 15 e 19, § 4º, da Lei nº 6.385, gerando, por exemplo, custos de transação nem sempre superáveis a depender das características dos agentes econômicos envolvidos. Interessante esclarecer que integram o sistema de distribuição de valores

Igualmente nessa linha, aliás, importante que a regulação nacional esteja alinhada e constantemente atualizada com as melhores práticas internacionais, porquanto os capitais, e sobretudo nestas espécies de mercados, fluem cada vez mais sem obstáculos, sendo altamente disputados e se estabelecendo onde encontram as melhores condições para tanto.

Exatamente nesse sentido, são as palavras de Oliveira Filho:

Nos últimos anos, a legislação do mercado de capitais tem sido influenciada por fatores ligados ao aumento da competição e da globalização financeira, com maior intercâmbio entre intermediários financeiros, Bancos Centrais e investidores institucionais, e à contínua inovação tecnológica e maior complexidade dos produtos financeiros. Essas questões têm acelerado a necessidade de atualização de legisladores e reguladores no intuito de garantir maior segurança e transparência aos investidores. Sabe-se que maior transparência e regulação eficiente dos mercados implicam maior credibilidade e subsequente expansão do próprio mercado de capitais (Aggarwal 2003). Quanto maior a capacidade de um determinado país ou mercado em aprimorar sua legislação, maior a probabilidade da atração de capitais [...].³⁷²

Arrematando, Mattos Filho assevera:

Enfim, como se percebe, a pauta é ampla e mutável no tempo, situação que conspira para o exercício permanente de melhoria das regras aplicadas ao mercado de valores mobiliários. Se a tarefa é grande, disso decorre que a troca de experiências entre os vários ordenamentos pode encurtar o caminho de um aperfeiçoamento regulamentar do mercado com um grau de perda e sofrimento menor dos investidores e uma maior estabilidade nos investimentos.³⁷³

Dessa forma, a conformação jurídica-regulatória do mercado de capitais deve ser concebida de modo a promover eficiência econômica, o que entendemos, todavia, não vir sendo devidamente atendido até os dias de hoje. Nesse particular, além de percebermos ainda não terem sido devidamente sistematizadas e mesmo compreendidas as falhas de mercado também no âmbito do mercado de capitais, importante ressaltar que a velocidade das transformações tecnológicas está a exigir uma regulação³⁷⁴ ainda mais célere e

mobiliários as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir a emissão de valores mobiliários (art. 15, I, a).

³⁷² OLIVEIRA FILHO, L. C. A auto-regulação e o mercado de capitais. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007. p. 225.

³⁷³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. In: *Regulação brasileira do mercado de capitais*. Organizador Danilo Borges dos Santos Gomes de Araújo. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 15 (Prefácio).

³⁷⁴ Aliás, como já salientado, a legislação parece não conseguir acompanhar a velocidade necessária para tanto, sendo a regulação francamente preferível.

responsiva a estas alterações, por assim chamar dinâmica, a fim de se adaptar às realidades apresentadas que estão a se reconfigurar velozmente e, portanto, a modificar também o modo de surgimento e incidência das falhas de mercado junto ao mercado de capitais, igualmente no que concerne às inovações e as consequentes novas possibilidades para o mercado de capitais.

Aliás, a tecnologia da informação, nesse particular, possui importância crucial, inclusive porque está sendo responsável por alterar a estrutura de produção de bens e oferta de serviços, não mais sendo exigidos elevados investimentos imobilizados ou grandes matrizes de produção, mas, ainda assim, atingindo um número cada vez maior de indivíduos, inclusive já tendo sido intituladas de organizações exponenciais, conforme sugerido por Salim Ismail, Michael Malone e Yuri van Geest, ponderando as seguintes reflexões que aqui se fazem deveras pertinentes, muito embora, quiçá, demasiadamente entusiasmadas:

Ao invés de usar exércitos de colaboradores ou grandes instalações físicas, as Organizações Exponenciais são construídas com base nas tecnologias da informação, que desmaterializam o que antes era de natureza física e o transfere ao mundo digital sob demanda.

Em todos os lugares você se depara com esse processo de transformação digital: em 2012, 93% das transações norte-americanas já eram digitais; empresas de equipamentos físicos, como a Nikon, estão vendo suas câmeras serem suplantadas rapidamente pelas câmeras de smartphones; produtores de mapas e atlas foram substituídos pelos sistemas de GPS Magellan, que por sua vez foram substituídos por sensores de smartphones; e bibliotecas e coleções de música foram transformadas em apps de telefone e leitores de livros digitais. Da mesma forma, as lojas de varejo na China estão sendo substituídas pela ascensão da gigante do comércio eletrônico Alibaba; as universidades estão sendo ameaçadas por MOOCs (Massive Open On-line Course - curso on-line aberto, de massa) como edX e Coursera; e o Tesla S é mais um computador com rodas do que um carro. Os 60 anos de história da Lei de Moore - basicamente, de que a relação preço/desempenho da computação dobraria a cada 18 meses - foram bem-documentados. E nós percorremos um longo caminho desde 1971, quando a placa de circuito original continha apenas 200 chips; hoje temos teraflops de poder de computação operando no mesmo espaço físico.

Esse ritmo constante, extraordinário, e aparentemente impossível, levou o futurista Ray Kurzweil, que estudou esse fenômeno por 30 anos, a fazer quatro observações originais:

- O padrão de duplicação identificado por Gordon Moore em circuitos integrados se aplica a qualquer tecnologia da informação. Kurzweil chama isso de Lei dos Retornos Acelerados (LOAR) e mostra que os padrões de duplicação na computação podem ser observados desde 1900, muito antes da proposição original de Moore;
- O propulsor que impulsiona esse fenômeno é a informação. Uma vez que todo domínio, disciplina, tecnologia ou setor é habilitado para informação e alimentado por fluxos de informação, sua relação preço/desempenho começa a dobrar aproximadamente a cada ano;

- Uma vez que o padrão de duplicação é iniciado, ele não para. Usamos computadores atuais para projetar computadores mais rápidos, que por sua vez constroem computadores ainda mais rápidos, e assim por diante;
- Atualmente, várias tecnologias-chave são habilitadas para informação e seguem a mesma trajetória. Essas tecnologias incluem a inteligência artificial (IA), robótica, biotecnologia e bioinformática medicina, neurociência, ciência de dados, impressão 3D, nanotecnologia e até mesmo certos aspectos da energia.

Nunca na história da humanidade vimos tantas tecnologias avançando nesse ritmo. E agora que estamos habilitando tudo para informação, os efeitos da Lei dos Retornos Acelerados de Kurzweil certamente serão profundos.

Além disso, à medida que essas tecnologias se entrelaçam (por exemplo, o uso de algoritmos de IA de aprendizado profundo para analisar exames de câncer), o ritmo da inovação acelera ainda mais. E cada intersecção de tecnologia acrescenta mais um multiplicador para a equação.³⁷⁵

A necessidade de um novo modelo de regulação, diante dos claros sinais de insuficiência das concepções que norteavam os modelos anteriores – o que, aliás, é perfeitamente aplicável também ao mercado de capitais, vem sendo constatado por eminentes juristas, como se constata claramente da lição de Juarez Freitas:

Sob a influência direta do princípio constitucional da sustentabilidade, indispensável reconfigurar o tema da regulação. É que as falhas de regulação são geradoras de insustentabilidade sistêmica, por definição.

Os tradicionais modelos regulatórios, que deveriam ter promovido a correção tempestiva das “falhas de mercado” (entre outras, assimetria de informação, externalidades negativas, poder dominante e déficit de “compliance”), fracassaram de maneira rotunda, inclusive nos países centrais, já por deficiências no campo operacional da regulação (redundâncias e sobreposições pleonásticas), já pela grave ausência de disciplina, como sucedeu em relação ao mercado bancário paralelo, que se instalou com espantosa facilidade tóxica, como diagnosticou Paul Krugman.

Por sua vez, os modelos voltados ao combate às “falhas de governo” (na linha de George Stigler, com a “teoria da captura”) também contribuíram – ainda que involuntariamente – à desregulação alastrada, que tomou parte decisiva na formação do nexos causal da grande crise de confiança mundial, em curso.³⁷⁶

Inquestionável demonstração disso, especialmente no que tange à regulação de novas tecnologias, pode se constatar nas tentativas de se regular os aplicativos de transporte individual público,³⁷⁷ nas quais as tentativas regulatórias, ainda que por iniciativas de normatização por via legislativa, revelaram-se, pelo menos em grande parte, fracassadas, uma vez que não efetivamente compreendidos os problemas que devem ser

³⁷⁵ SALIM, Ismail; MALONE, Michael S.; GEEST, Yuri, van. **Oganizações exponenciais**: porque elas são 10 vezes melhores, mais rápidas e mais baratas que a sua (e o que fazer a respeito). São Paulo: HSM Editora, 2015. p. 19-20.

³⁷⁶ FREITAS, Juarez. **Sustentabilidade: Direito ao Futuro**. 3ª Ed. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2016. p. 227-228.

³⁷⁷ Como o Uber, Cabify, entre outros.

enfrentados, tampouco as aceleradas transformações que o desenvolvimento tecnológico vem promovendo, por conseguinte, a forma de incidência das falhas de mercado.

Nesse sentido, a necessidade do caráter dinâmico da regulação diante das inovações foi identificado com precisão por Patrícia Baptista e Clara Iglesias Keller, inclusive se valendo para tanto da concepção de destruição criadora de Schumpeter, como se pode observar da seguinte oportuna passagem:

A extensão dos desdobramentos e consequências atribuídas à destruição criativa fogem do escopo deste trabalho; no entanto, é essencial notar a importância da contribuição da teoria de Schumpeter para o tema em exame. Trata-se da própria identificação do processo inerente ao sistema econômico que conhecemos, que com o passar do tempo e o avanço das tecnologias, transforma e substitui as formas de produção e organização da economia, dando lugar a novos mercados, processos e mercadorias, mais eficientes do que os antecedentes. Nesse contexto, o autor também cuida da adaptação das instituições a esta realidade, tanto no que toca ao mercado (que precisa, por exemplo, considerar esse processo cíclico em suas estratégias de negócios), como ao Estado (cuja intervenção regulatória eficiente demanda uma análise dinâmica e uma aplicação de seus institutos que considere o fato da inovação tecnológica, sua importância e suas consequências).

As polêmicas regulatórias relatadas no início do texto atestam o desafio que a inovação tecnológica impõe às instituições atuais, a partir da ruptura com arranjos de produção antigos em função de novas formas de desenvolvimento das atividades conhecidas. Em mercados caracterizados por uma grande importância material da tecnologia digital e, por isso, mais sujeitos à sua rápida evolução - telecomunicações, sistema financeiro, transportes, etc. -, a conformação institucional dessas novas formas de produção apresenta um desafio ainda maior para o Direito. Quando um determinado arranjo institucional é confrontado com uma nova lógica de organização, uma série de questões passa a incomodar os agentes do Estado, como adequação, momento e forma de regulação do novo contexto.³⁷⁸

Ciente da necessidade de se promover eficiência econômica por meio da regulação do mercado de capitais e, para isso, buscando-se reduzir os custos de transação e mesmo de informação - o que é possível constatar nas entrelinhas - Eizirik bem preceitua, como se vê:

A regulação deve tomar o mercado eficiente nas transferências de títulos entre os investidores, sendo desejável que os custos de transação sejam reduzidos tanto quanto possível. Os principais componentes dos custos de transação são: custos de corretagem; custos de efetivação física das transferências de títulos; e riscos envolvidos quando o intermediário tem carteira própria ou administra em bases discricionárias as carteiras de seus clientes, pelos possíveis conflitos de interesses. Cabem ainda, neste contexto, normas referentes à equidade dos intermediários financeiros com seus clientes. Alguns princípios podem ser

³⁷⁸ BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara Iglesias. **Por que, quanto e até onde regular as novas tecnologias? Entre inovação e preservação, os desafios trazidos pelas inovações disruptivas.** In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). *Regulação e novas tecnologias.* Belo Horizonte: Fórum, 2017. p. 126.

mencionados: os preços de corretagem devem ser proporcionais aos custos efetivamente incorridos; não deve haver discriminação entre os clientes pelos intermediários financeiros e cada cliente deve receber um tratamento adequado a seus interesses e necessidades.³⁷⁹

Antes mesmo desse período de grande aceleração do surgimento das inovações tecnológicas da informação que hoje vicejam, exatamente nesse sentido já eram as impressões do ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários, Luiz Leonardo Cantidiano, como se pode claramente observar da seguinte passagem:

Precisávamos melhorar e simplificar as normas para o registro das companhias, até mesmo porque a Lei 10.303/2001 permitira que companhias de diferentes tamanhos recebessem tratamento diferenciado do regulador.

A CVM, então, elaborou um projeto de reformulação da Instrução 202, de 6 de dezembro de 1993. Essencialmente, esse projeto pretende criar o registro diferenciado de companhia aberta à luz do disposto no art. 4º da Lei nº 6.404/76, que outorga à agência a possibilidade de criar níveis distintos de registro das entidades emissoras de valores, de acordo com os valores mobiliários ofertados ao público. Devemos ter o registro completo para as companhias que venham a ofertar ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição, sendo criado, nesse nível, um subgrupo para companhias de menor porte ou que ofereçam seus títulos apenas a investidores qualificados. Em um segundo nível, haverá companhias que emitirem títulos de dívida, também com subgrupos para sociedades de menor porte ou que destinem suas emissões apenas a investidores qualificados. Por fim, em um terceiro nível, teremos as companhias que, apesar de registradas, ainda não estiverem aptas a distribuir valores mobiliários no mercado. Cada um desses níveis e subníveis terá requisitos de registro e vigências para a divulgação de informações diferentes, o que proporcionará melhora na qualidade das informações prestadas aos investidores, sem a geração de custos adicionais de publicação na imprensa.³⁸⁰

De tal modo, a regulação do mercado de capitais, especialmente voltada para o combate das falhas de mercado, deve ser proporcional e adequada ao segmento do mercado de capitais e aos agentes econômicos envolvidos, seja de forma ativa ou mesmo reativa, inclusive de forma a democratizar o acesso à poupança pública e também aos investimentos com maior possibilidade de retorno, sendo que, por isso, que se propõe uma regulação dinâmica e modulável para o mercado de capitais.

Nesse ponto, aliás, importante salientar que a prescrição de medidas regulatórias não adequadas ao segmento e características específicas das estrutura do mercado e dos agentes econômicos envolvidos, da mesma forma que dos ativos transacionados, ou seja,

³⁷⁹ EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 124.

³⁸⁰ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Aspectos regulatórios do mercado de capitais**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005. p. 221-222.

não diferenciada, impede a adequada concorrência dos empreendedores que buscam o mercado de capitais como forma de financiamento de suas atividades, uma vez que somente aqueles já estabelecidos e com mais elevada magnitude³⁸¹ conseguem fazer frente a tais custos, uma vez que absorvidos pelos efeitos de escala, o que torna mister o tratamento regulatório adequado e condizente com o tamanho e tempo de maturação do empreendedor.

Em outros termos, a concorrência tanto quanto entre investidores quanto, sobretudo, entre empreendedores pelos capitais é fundamental para o correto funcionamento e para a obtenção de eficiência pelo mercado de capitais, como bem reconhece Luiz Leonardo Cantiano:

O quarto aspecto da política de regulação da CVM que gostaria de enfatizar é a crença de que a competição é um fator fundamental para a obtenção de um mercado eficiente. A concorrência diminui a necessidade de regulação e estimula a criatividade das pessoas que participam do mercado, influenciando de maneira positiva o seu desenvolvimento.³⁸²

Analisando séria e empiricamente o mercado de capitais brasileiro, Carlos Antonio Rocca assim constatou uma realidade que ainda se revela, infelizmente, bastante atual:

Dentre os fatores que têm inibido o desenvolvimento do mercado de capitais, o custo de capital próprio das empresas abertas certamente tem a maior importância. Custos elevados de capital desestimulam novas emissões e a própria abertura de capital das empresas.

[...]

Embora vários outros fatores devam ser considerados, a taxa básica de juros é o principal componente desse custo. Nos últimos anos, a manutenção de taxas básicas extremamente elevadas tem sido o principal fator responsável pelo

³⁸¹ Justamente essa é a constatação de Carlos Antonio Rocca, quando diz: “Paralelamente à constatação de que o mercado de capitais não é utilizado pela grande maioria das empresas, verifica-se que somente um número limitado de empresas abertas de maior tamanho tem tido acesso a condições mais favoráveis de financiamento.

Dependendo das condições do mercado doméstico e internacional, essas empresas acessam o mercado internacional de capitais, captam recursos junto ao BNDES ou ainda fazem emissões primárias no mercado doméstico de capitais.

Não existem dados consolidados de uma única fonte que permitam demonstrar plenamente a proposição acima. Entretanto, várias indicações disponíveis apontam nesse mesmo sentido, como se verá a seguir.

• *O acesso a fontes de recursos de bancos e mercado de capitais é quase exclusivo das maiores empresas:* Como já foi mencionado antes, o acesso a fontes externas à empresa (bancos e mercado de capitais) é extremamente diferenciado. Mesmo quando se examina a questão numa amostra de empresas abertas, cujo acesso a recursos é relativamente melhor, verifica-se enorme disparidade, concentrando-se esse acesso nas empresas de maior tamanho. [...].”, in: ROCCA, Carlos Antonio. **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Jose Olympio, 2002. p. 60.

³⁸² CANTIANO, Luiz Leonardo. **Aspectos regulatórios do mercado de capitais**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005. p. 218.

formidável processo de *crowding out* do setor privado. O governo eleva os juros até o ponto em que fica inviável aos tomadores privados disputar os recursos de poupança, que são então destinados majoritariamente à aquisição de títulos públicos.³⁸³

Em outras palavras, importa considerar que exigências regulatórias podem verdadeiramente constituir barreiras à entrada para novos concorrentes para os capitais disponíveis no mercado de capitais, da mesma forma que podem não gerar incentivos (e inclusive desestimular) aos poupadores líquidos a disponibilizarem seus recursos nesse mercado.

Conforme bem constata Maurício Quadros Soares, ao tratar dos instrumentos de regulação e autorregulação do mercado de capitais:

O mercado de valores mobiliários é disciplinado pelo art. 192 (incisos e parágrafos) da Constituição Federal de 1988, sendo estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade. Este o mote da regulação constitucional.³⁸⁴

Ou seja, a promoção da concorrência no mercado de capitais parece se dar por força de imperativo constitucional, sem falar no tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte igualmente previsto no texto da Constituição, senão vejamos:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:
[...]
IV - livre concorrência;
[...]
IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.
Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei. (BRASIL, 1988).

Não só. A nossa Carta Magna é clara:

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.
[...]
I - sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade;

³⁸³ ROCCA, Carlos Antonio. **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Jose Olympio, 2002. p. 74.

³⁸⁴ SOARES, Maurício Soares. **Mercado de valores mobiliários: instrumentos de regulação e autorregulação**. Rio de Janeiro: Editora Juarez de Oliveira, 2003. p. 34.

§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.
 § 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular. (BRASIL, 1988).

Além disso:

Art. 179. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei. (BRASIL, 1988).

Exatamente nesse sentido, ao apresentar as justificativas para a regulação do mercado de capitais, Nelson Eizirik aponta expressamente a rejeição à concentração econômica, nos seguintes termos:

A regulação deve evitar a concentração de poder econômico, capaz de causar imperfeições no mercado pela diminuição na competição. A concentração de poder econômico, no caso do mercado de capitais brasileiro, ocorre principalmente ao nível dos intermediários financeiros, dada a configuração dos conglomerados financeiros.³⁸⁵

No mesmo sentido:

O quarto aspecto da política de regulação da CVM que gostaria de enfatizar é a crença de que a competição é um fator fundamental para a obtenção de um mercado eficiente. A concorrência diminui a necessidade de regulação e estimula a criatividade das pessoas que participam do mercado, influenciando de maneira positiva o seu desenvolvimento.³⁸⁶

Nesse tocante, faz-se importante ponderar que a regulação, quando mal realizada ou mal aplicada, revela-se verdadeiramente mais prejudicial que a própria ausência de regulação, o que faz recomendar cautela nas iniciativas regulatórias e vedações, ainda mais em cenários de inovações, nos quais a falta de conhecimento prévio, as incertezas e mesmo a necessária curva de aprendizado, conduzem, as intervenções estatais, ainda que indiretas e por meio da regulação, mais facilmente a falhas de governo do que

³⁸⁵ EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 125-126.

³⁸⁶ CANTIANO, Luiz Leonardo. **Aspectos regulatórios do mercado de capitais**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005. p. 218.

propriamente a acertos regulatórios, pelo que, nesses casos, o menos pode, ser verdadeiramente, mais.

Especialmente no que tange a novos valores mobiliários, até mesmo porque, diante dos avanços da tecnologia da informação e das novas possibilidades de conexão entre os agentes privados, é melhor regular moderadamente do que sequer ser capaz de regular, o que ocorre quando, por exemplo, relegam-se determinadas atividades para fora do mercado formal e, portanto, regulado, sem nem mesmo se falar na concorrência internacional.³⁸⁷

Pondera-se, portanto, que é melhor regular de forma mais branda e amena,³⁸⁸ do que não regular ou mesmo não conseguir regular, o que está muito bem corporificado na seguinte passagem de Bruno Fernandes Dias e Rafael Gaia Edais Pepe, notadamente quando, ao tratarem da regulação de nova tecnologia aplicada ao mercado de capitais (*crowdfunding*), dizem que se corre o risco de *fechar a porta abrindo-se uma janela*, como se observa:

Considerando que seria impossível conceber um sistema normativo com respostas prontas para todos os interesses econômicos que podem surgir da utilização do *crowdfunding*, a própria tentativa de encerrar tais possibilidades é fútil: corre-se o risco de fechar a porta abrindo-se a janela.³⁸⁹

Da mesma forma, o tratamento regulatório indiferenciado também resta por restringir a concorrência dos investidores e mesmo o acesso democrático ao mercado de capitais, haja vista especialmente a falta de interesse de franqueamento, por parte dos prestadores de serviços intermediários (como, por exemplo, instituições financeiras, corretoras de valores, gestores, administradores de carteira de valores mobiliários, agentes autônomos de investimentos, entre outros), a tais tipos de mercados, porquanto

³⁸⁷ Isso faz lembrar do recente acontecido, no Brasil, com a proibição, por meio de decisão judicial liminar, do funcionamento de aplicativo de mensagens instantâneas (*Whatsapp*), diante do que os usuários, que consistem em grande parte da população, passaram a migrar para outros aplicativos com as mesmas (e, inclusive, menores possibilidades de monitoramento e fiscalização) funções (como o caso do aplicativo russo *Telegram*), bem como a utilização de mecanismos de burla tecnológica, como são os casos de redes virtuais privadas (conhecidas como VPN, do inglês *virtual private network*).

³⁸⁸ Vale lembrar, ainda, que diversos problemas recentes surgiram no mercado de capitais brasileiro (Petróbras, Grupo EBX, entre outras), entre outras justamente em segmentos do mercado onde a normatização proveniente da regulação é, em tese, bastante rígida, o que, aliás, gera custos de conformidade bastante elevados que restringem, portanto, o acesso, sem que, contudo, venham se revelando eficientes ou mesmo servindo para reduzir os custos de agência.

³⁸⁹ DIAS, Bruno Fernandes; PEPE, Rafael Gaia Edais. **Elementos jurídicos da regulação do *crowdfunding* no Brasil**. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). *Regulação e novas tecnologias*. Belo Horizonte: Fórum, 2017. p. 473.

não apresentam, tais potenciais investidores, condições financeiras para fazer face aos custos daí decorrentes, sobretudo frente aos investidores institucionais, profissionais e qualificados, além de que muitos não possuem o discernimento e conhecimento necessário para tanto, no que entendemos que a regulação deva proporcionar as mais igualitárias circunstâncias possíveis para o acesso de todo potencial investidor, inclusive incentivando à disseminação do conhecimento não só quanto à existência como também acerca do funcionamento do mercado de capitais.³⁹⁰

De outra banda, não há como olvidar que as transações que ocorrem no âmbito do mercado de capitais igualmente se consubstanciam em contratos, ainda que contratos nos quais a autodeterminação seja severamente restringida, justamente visando a se eliminar ou mitigar, tanto quanto possível, as falhas de mercado, e isso, sobretudo, por meio da regulação.

Depara-se, assim sendo, com contratos *sui generis*, realizados em ambientes regulados e, dessa modo, formando uma categoria bastante peculiar, que aqui denominamos de contratos estritamente regulados, passíveis, contudo, da aplicação de toda a normatização contratual, ainda que, evidentemente, ponderadas as adequações necessárias; sendo que tal tarefa de regulação, como já visto, incumbe, primordialmente, à Comissão de Valores Mobiliários, pelo que, dessa forma, ressaltada a sua crucial importância para o eficiente desenvolvimento e funcionamento do mercado de capitais,³⁹¹

³⁹⁰ As medidas até hoje tentadas se revelaram um tanto quanto tímidas e ao que tudo indica não tiveram o resultado esperado, pelo menos não sustentável, em que pese a preocupação nesse sentido, senão vejamos: “Para permitir o incremento da liquidez no mercado secundário, achávamos que era importante incentivar ou facilitar a criação do formador de mercado, e nos deparamos com experiências que haviam sido feitas, sem que essa figura do formador de mercado emergisse. Reexaminada a situação, verificamos que o custo de capital a ser empregado pelo formador de mercado era o grande empecilho para o desenvolvimento da atividade. Para operar vendendo ações mantidas em carteira ou comprando ações para formar mercado para determinada companhia, o intermediário precisava imobilizar recursos que não seriam adequadamente remunerados, em comparação com outras alternativas investimento. Para superar essa dificuldade, editamos a Instrução 384, de 17 de março de 2003, cuja redação permite que os formadores de mercado sejam contratados pela própria companhia emissora, inclusive com financiamento concedido por esta ou por seus controladores. Tivemos o cuidado de estabelecer regras rigorosas para a transparência e a divulgação de informações pelo formador de mercado quando há informações não divulgadas ao mercado por parte da companhia ou do controlador, de modo a evitar a manipulação ou a utilização de informações privilegiadas, o que dinamizou a operação de formadores de mercado.”, conforme CANTIANO, Luiz Leonardo. **Aspectos regulatórios do mercado de capitais**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005. p. 222.

³⁹¹ Justamente: “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.

§ 1º A lei estabelecerá as diretrizes e bases do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado, o qual incorporará e compatibilizará os planos nacionais e regionais de desenvolvimento.

§ 2º A lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo.

com o enfrentamento das falhas de mercado, mas não de forma a aniquilar a liberdade contratual.

Aliás, para que se consiga promover a democratização tanto do acesso à captação da poupança pública para os empreendedores como, também, a investimentos com possibilidades de maior rentabilidade para os poupadores, isso tudo ainda mais se considerando os avanços tecnológicos e as inovações disruptivas cada vez mais frequentes, as quais, como aqui reiterado, vêm promovendo a quebra de paradigmas nos mercados, assim como na estruturação dos agentes econômicos, em especial devido à redução dos custos de transação e para a obtenção de informações, necessário se faz promover alterações e modernizar a conformação jurídico-regulatória do mercado de capitais brasileiro, de modo a permitir o contínuo acompanhamento de tais avanços, inclusive como direito à sustentabilidade, senão vejamos:

Por todos os motivos, a elaboração gradual de nova base administrativista de regulação estatal, no século XXI, tem de ser vista como pedra angular de governança sustentável, alicerçada no direito fundamental à boa administração (implicitamente, direito à boa regulação), ou seja, direito à imparcialidade, à transparência, à prevenção e precaução, à proporcionalidade, à motivação, à eficiência e à eficácia do Estado-Administração *lato sensu*.³⁹²

Tais medidas, aliás, servem para reforçar um dos aspectos mais necessários para o mercado de capitais, que é a credibilidade no funcionamento do mercado, o que promove, fundamentalmente, por meio do fortalecimento da confiança do investidor e mesmo do empreendedor que busca o mercado de capitais como alternativa de financiamento:

Como enfatiza sua política, "a confiabilidade é requisito fundamental para a existência e desenvolvimento de um vigoroso mercado de valores mobiliários. Desenvolver esforços no sentido de resguardar a confiabilidade no mercado constitui tarefa de envergadura do órgão regulador, dentro do pressuposto de que a atração e a permanência do público investidor garantirão um crescente volume de recursos ao mercado".³⁹³

§ 3º O Estado favorecerá a organização da atividade garimpeira em cooperativas, levando em conta a proteção do meio ambiente e a promoção econômico-social dos garimpeiros.

§ 4º As cooperativas a que se refere o parágrafo anterior terão prioridade na autorização ou concessão para pesquisa e lavra dos recursos e jazidas de minerais garimpáveis, nas áreas onde estejam atuando, e naquelas fixadas de acordo com o art. 21, XXV, na forma da lei." (BRASIL, 1988).

³⁹² FREITAS, Juarez. Sustentabilidade: Direito ao Futuro. 3ª Ed. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2016. p. 228.

³⁹³ CANTIANO, Luiz Leonardo. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005. p. 218.

E para isso, é importante o tratamento equitativo:

O segundo aspecto é que, para manter a confiabilidade do mercado e atrair um número cada vez maior de pessoas, a CVM deve zelar para que seja assegurado tratamento equitativo a todos que participam desse mercado, com destaque especial ao investidor individual. Este, em face das restrições de seu poder econômico e de sua capacidade de organização, precisa ter seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias resguardados. Em outras palavras, necessita de proteção para que seus riscos fiquem limitados ao investimento que realizou, algo que, obviamente, não se confunde com o risco inerente às aplicações em valores mobiliários.³⁹⁴

Importante igualmente reiterar e considerar quão oportuno é o momento para tanto, no qual evidente é a tendência à desintermediação, que justamente constitui o fundamento de existência do mercado de capitais. Nesse sentido, as inovações vêm reforçando a possibilidade de desintermediação e, assim, fornecendo solo fértil para o crescimento e fortalecimento do mercado de capitais, ensejando a sua maior participação como meio de financiamento de empreendimentos e, portanto, do crescimento e desenvolvimento econômico.

Exatamente, a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (*International Organization of Securities Commission – IOSCO*), da qual, aliás, importante frisar, o Brail faz parte, ao promover estudos e discussões para estabelecer recomendações uniformes quanto à regulação do mercado de capitais, ao analisar especificamente o caso das inovações tecnológicas aplicadas ao sistema financeiro, confeccionou louvável relatório, no qual é precisamente ressaltada a tendência à desintermediação nesses contextos, como se pode constatar dos seus termos de conclusão:

As this report illustrates, Fintech is truly at the intersection of finance and technology.

The observation of key trends - such as the greater availability of data, exponential growth in computing power allowing the analysis of ever larger data sets, broader access to and the decreasing cost of goods and services, increasing disintermediation and re-intermediation, and demographic and generational changes -- all point towards a crossroads of significant technology-driven change in the offering of financial services.

³⁹⁴ *Idem, ibidem.*

Fintech applications are developing at an increasingly faster pace, creating new opportunities to achieve better outcomes for investors. At the same time, as with any change, new risks and vulnerabilities may arise.

It is clear from the illustrations in this report that, taken together, the changes already underway as a result of Fintech are substantial, in certain cases leading to disintermediation and reintermediation, and in other cases testing the boundaries of full disintermediation through the use of technology.

We hope this report may be useful to a diverse readership to form a better understanding of the transformation that is already underway, so that each may be prepared for the benefits and opportunities, as well as the risks and challenges this presents.³⁹⁵

Justamente, a Comissão de Valores Mobiliários parece efetivamente estar atentando-se para tais circunstâncias, ainda que modestamente.

Assim, muito embora a oferta pública de valores mobiliários que seja regulada pela Lei n° 6.385 e pelas normas específicas editadas com fundamento nessa Lei, assim como se considerando a possibilidade de se enquadrar como valores mobiliários os títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultantes de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, de acordo com o parágrafo 2°, IX, da supracitada Lei, sendo uma das exigências o registro, junto à Comissão de Valores Mobiliários; tanto para a oferta pública de distribuição de valores mobiliários (art. 19), como para o emissor dos valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão (art. 21), o que objetiva assegurar, entre outros aspectos, a prestação de informações adequadas aos investidores;³⁹⁶ tal exigência vem sendo mitigada, especialmente porquanto a própria Lei n° 6.385 permite a dispensa do registro da oferta (art. 19, § 5°, I) e do emissor (art. 21, § 6°, I), bem como da contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para colocação no mercado dos respectivos valores mobiliários (art. 2°, III).

Exemplo disso é que a Comissão de Valores Mobiliários, com base nessas previsões legais, por meio do art. 5°, III, da Instrução CVM n° 400, de 2003,³⁹⁷ dispensou de registro a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de

³⁹⁵ *International Organization of Securities Commission – IOSCO. IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech).* Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 11 mar 2017.

³⁹⁶ Frise-se que os dispositivos e exigências da Lei n° 6.385 se aplicam indiscriminadamente a qualquer emissor de valores mobiliários, independentemente da forma sob a qual ele esteja constituído e qual o tipo de valor mobiliário efetiva ou potencialmente ofertado. Nesse sentido, aliás, pertinente é discutir a aplicação da possibilidade de outros tipos societários emitirem valores mobiliários, especialmente quando não se tratar de oferta de participação em resultados.

³⁹⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução n° 400, de 29 de dezembro de 2003.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>>. Acesso em: 16 jan 2017.

microempresas (ME) e empresas de pequeno porte (EPP), de acordo como definidas em lei, desde que observado o disposto nos §§ 4º a 8º desse mesmo Artigo, que estabelecem limite anual de oferta de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) e a necessidade de comunicar previamente à Comissão de Valores Mobiliários a intenção de se valer dessa dispensa.

Igualmente, a oferta realizada com base nessa dispensa está também liberada da contratação de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, o que igualmente vem a reduzir os custos de transação para a emissão de valores mobiliários.³⁹⁸

No mesmo sentido, o art. 7º, IV e V, da Instrução CVM nº 480, de 2009, dispensa de registro o emissor de valores mobiliários que seja microempresa (ME) ou empresa de pequeno porte (EPP), sendo que tal regime especial de redução de exigências visa a facilitar o acesso de tais agentes econômicos (com tais características próprias) ao mercado de capitais.

Nesse contexto, pertinente ponderar que, ainda que não haja norma regulamentadora específica, possível e mesmo desejável, desde que não existam razões evidentes para a proibição, permitir novas operações, como é o caso do *equity crowdfunding*, de modo a não desestimular o desenvolvimento do mercado, o que foi muito bem captado por Camila Beatriz Sardo:

Em razão do seu poder regulamentador e das especificidades da atividade de *equity crowdfunding*, a CVM estuda a elaboração e publicação de normativo específico para tratar da matéria, como será tratado adiante.

A despeito da existência de norma regulamentadora específica, a CVM permite que as sociedades que buscam o *equity crowdfunding* como forma de financiamento de suas atividades se utilizem de mecanismos previstos em normas anteriormente editadas, a fim de não desestimular o desenvolvimento do mercado, bem como de utilizar-se dos meios que dispõe para não perder o controle sobre esse tipo de atividade.³⁹⁹

Conforme informa a própria Comissão de Valores Mobiliários, esse regime passou a ser reiteradamente utilizado por grupos de empreendedores que estabeleceram as primeiras plataformas digitais no Brasil e que buscavam viabilizar o que se costuma chamar de “*equity crowdfunding*”, “investimento coletivo”, “colaborativo” ou “participativo”, captando-se recursos pela *internet*, fundamentalmente por meio da

³⁹⁸ Pelo que se espera venha a estimular e mesmo se verificar um maior número de emissões.

³⁹⁹ GOMES, Camila Beatriz Sardo. *Equity crowdfunding e a regulação pela CVM*. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). Regulação e novas tecnologias. Belo Horizonte: Fórum, 2017. p. 538-539.

utilização de páginas eletrônicas na rede mundial de computadores, onde são ofertadas participações (ou títulos eventualmente conversíveis em participações) em empresas inovadoras em fase inicial de atividades (*startups*).⁴⁰⁰

Porém, para se valer destas dispensas, emissores e plataformas tiveram que considerar que a Lei Complementar nº 123, de 2006, a qual dispõe sobre os requisitos para que uma empresa seja considerada de micro ou pequeno porte, expressamente exclui aquelas constituídas sob a forma de sociedade por ações, (art. 3º, § 4º, X). Como consequência, a captação pública de valores mobiliários, por meio de “*crowdfunding*” (ou “*investment-based crowdfunding*”), somente vem sendo utilizada por sociedades limitadas, que sabidamente não é a forma societária mais adequada para receber um grande número de sócios.

Outra restrição deste regime de dispensa é o limite anual de oferta, no montante de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais), fixado há mais de uma década e que, no entendimento da própria Comissão de Valores Mobiliários, merece ser revisado, não obstante a média dos valores captados em ofertas de “*investment-based crowdfunding*” ainda estar bem abaixo deste valor:

Para exemplificar, em 2015, foram conduzidas 43 ofertas com dispensa de registro. O montante médio arrecadado foi de R\$ 525.000,00 (quinhentos e vinte cinco mil reais), tendo sido observado que somente em quatro ofertas o montante foi superior R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).⁴⁰¹

Bruno Fernandes Dias e Rafael Gaia Edais Pepe vão nesse sentido, ao abordar os elementos jurídicos da regulação do *crowdfunding* no Brasil, assim dizendo:

O mais importante, no atual cenário, é que a regulação estatal, ao invés de adotar uma postura favorável ao investidor ou ao investido, adote uma postura favorável ao investimento em si. Um primeiro passo nesse sentido seria avaliar-se uma cláusula geral de permissibilidade do *crowdfunding*, seja em relação à forma de realização, seja em relação à atividade investida.
[...].

De mais a mais, o diploma a ser editado poderia tratar de outros temas importantes para o aprimoramento do *crowdfunding*. Assim, por exemplo, poder-se-ia refletir sobre algumas regras *default*, ressaltando-se eventual previsão contratual em contrário, envolvendo a vinculação do agente responsável pela investida aos termos e ao cronograma de desenvolvimento do

⁴⁰⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Edital de chamamento para Audiência Pública SDM Nº 06/2016.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html>. Acesso em: 01 jan. 2017.

⁴⁰¹ Conforme Comissão de Valores Mobiliários, como se observa do **Edital de chamamento para Audiência Pública SDM Nº 06/2016.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html>. Acesso em: 01 jan. 2017.

projeto; ou, ainda, a possibilidade de o investidor manifestar sua discordância com determinadas decisões empresariais tomadas pela investida, por meio de uma liquidação antecipada (resgate do empréstimo) ou negociação do título com terceiros. O estímulo e a implementação da governança da investida, em suma, é uma diretriz geral que necessariamente precisa se incorporar dinamicamente à tarefa regulatória, como vem indicando a OCDE e decidindo, em casos concretos, a CVM.⁴⁰²

Nesse exato sentido, muito digno de se ressaltar são as discussões estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários, inclusive com a instauração de audiência pública, conforme Edital SDM N° 06/16, visando justamente a regulamentar o denominado “*crowdfunding*”. Cumpre ressaltar que na minuta do texto normativo apresentada no referido Edital, que busca regulamentar o regime de distribuição de ofertas de “*investment-based crowdfunding*” pela *internet*, a Comissão de Valores Mobiliários optou por não mais exigir que as empresas emissoras estejam restritas às definições de microempresa ou de empresa de pequeno porte encontradas na Lei Complementar n° 123, de 2006, concedendo acesso ao “*investment-based crowdfunding*” para empresas constituídas sob qualquer forma societária, desde que sua receita bruta anual esteja abaixo de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). Ademais, propõe-se a adoção de um novo limite máximo de captação, de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) anuais.⁴⁰³

Dessa forma, a Comissão de Valores Mobiliários, na redação da minuta da instrução, acima referida, refere-se a empreendedores de pequeno porte, para regular a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de realizada com dispensa de registro por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, nos seguintes termos:

Art. 1º Esta Instrução regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destes empreendedores.
§ 1º Não se aplica à oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

⁴⁰² DIAS, Bruno Fernandes; PEPE, Rafael Gaia Edais. **Elementos jurídicos da regulação do *crowdfunding* no Brasil**. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). Regulação e novas tecnologias. Belo Horizonte: Fórum, 2017. p. 473.

⁴⁰³ Importa consignar, contudo, que as segmentações estipuladas pela Comissão de Valores Mobiliários, que levam em conta apenas montantes máximos arrecados e receita bruta anual, os quais, aliás, são fixados em montante bastante baixos comparativamente a captações públicas tradicionais, parecem-nos não ser o melhor critério, mas sim deveriam considerar mais contundentemente a forma e os canais de divulgação de informações, por exemplo, por meio da rede mundial de computadores, inclusive em seu próprio sítio eletrônico.

§ 2º Esta Instrução não regula a atividade de empréstimos concedidos por pessoas físicas a pessoas físicas ou jurídicas por meio da rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, que não envolva a emissão de valores mobiliários.

Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:

I – captação de recursos por meio de investimento participativo (investment-based crowdfunding): oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados empreendedores de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução;

II – plataforma eletrônica de investimento participativo (“plataforma”): pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores;

III – empreendedor de pequeno porte: sociedade regularmente constituída no Brasil com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM;

IV – patrimônio líquido de investimento: valor disponível para aplicação pelo investidor, considerando os montantes investidos nos mercados financeiros e de valores mobiliários e desconsiderando coisas móveis e imóveis de propriedade do investidor;

V – renda bruta anual: soma dos rendimentos recebidos pelo investidor durante o ano-calendário e constantes da sua declaração de ajuste anual do imposto de renda, incluído os rendimentos tributáveis, isentos e não tributáveis, tributáveis exclusivamente na fonte ou sujeitos à tributação definitiva;

VI – sindicato de investimento participativo: veículo coofertante, por meio do qual os investidores podem aplicar seus recursos, de maneira indireta, em oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução; e

VII – investidor líder: pessoa natural com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 36, contratada para exercer as atividades elencadas no art. 35 no âmbito do sindicato de investimento participativo.

§1º Não se considera como oferta pública de valores mobiliários o financiamento captado por meio de páginas na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, quando se tratar de doação, ou quando o retorno do capital recebido se der por meio de: I – brindes e recompensas; ou II – bens e serviços. § 2º Na hipótese do empreendedor de pequeno porte ser controlado, coligado ou submetido a controle comum por outra pessoa jurídica, pessoa física ou fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades não pode exceder R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). § 3º Para fins de apuração dos limites dispostos nesta Instrução, na hipótese de extinção de sociedade que tenha realizado ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução, e que a exploração da respectiva atividade seja continuada por qualquer sócio remanescente, ou seu espólio, sob a mesma ou outra razão social, ou sob firma individual, o sucessor será considerado como o mesmo empreendedor de pequeno porte. § 4º A estruturação do sindicato de investimento participativo não altera os limites, direitos e deveres estabelecidos nos dispositivos desta Instrução relacionados: I – ao

empreendedor de pequeno porte; II – à plataforma eletrônica de investimento participativo; e III – ao investidor. § 5º Para os fins da aplicação do § 4º, os dispositivos desta Instrução devem ser interpretados como se cada investidor que aplica recursos por meio de sindicato estivesse investindo individualmente no empreendedor de pequeno porte por meio da plataforma. § 6º O sindicato de investimento participativo não é considerado como empreendedor de pequeno porte para os fins desta Instrução.

Justamente, a Comissão de Valores Mobiliários considera que a regulamentação de um mercado *online* desta modalidade de investimento tende a facilitar a formação de capital de empreendedores de pequeno porte e, ao mesmo tempo, proteger o investidor, sem coibir o crescimento e o desenvolvimento desta atividade, conforme os seus próprios termos:

Assim, na elaboração deste novo arcabouço regulatório, buscou-se aproveitar a transparência, a velocidade e a escala que os avanços tecnológicos e a internet possibilitam à condução dos negócios, incluindo o financiamento de empresas em seus estágios iniciais. Portanto, a proposta mantém o regime de dispensa automática de registro tanto da oferta como do emissor, trazendo simplicidade e celeridade para os empreendedores, outro elemento fundamental da proposta. Finalmente, a atuação das plataformas nas ofertas, ainda que em ofertas dispensadas de registro, não se encontra hoje regulamentada. Assim, buscou-se eliminar esta insegurança jurídica, uma vez que este novo ator tem papel essencial na aproximação entre empreendedores de pequeno porte e uma ampla gama de investidores. Portanto, a proposta de regulamentação contempla o registro de tais plataformas junto à CVM, o que fortalecerá a sua atuação restrita e pontual como participante do sistema de distribuição de valores mobiliários na distribuição deste tipo de oferta, sendo essa mais uma inovação fundamental da Minuta.⁴⁰⁴

Oportuno esclarecer, em outras palavras e conforme o que aqui se sustenta, que claramente se percebe que a dispensa proposta objetiva, em realidade, a redução dos custos de transação de um lado (“facilitar a formação de capital de empreendedores de pequeno porte”), estimulando a emissão de valores mobiliários; sendo que, de outro, visa a garantir, tanto quanto possível, a devida transparência e a não ocorrência dos problemas oriundos da assimetria informacional (“proteção do investidor”, o que se faz possível, no caso, exatamente em razão dos avanços tecnológicos, como a *internet* e as plataformas digitais (de ligação ou “*match*”, entre empreendedores e poupadores).

Marina Rosa Sathler pondera e alerta com precisa compreensão:

⁴⁰⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Edital de chamamento para Audiência Pública SDM Nº 06/2016.** Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html>. Acesso em: 01 jan. 2017.

Há uma grande possibilidade do *equity crowdfunding* se tornar um grande propulsor de investimentos em ações pelas pessoas físicas no Brasil. Isso poderá se dar pelo fato de o investidor poder estar próximo dos negócios nascentes; pela identidade desse investidor com o produto, serviço e propósito da empresa e pelo caráter empreendedor desse investidor, que pode interagir e, eventualmente, influenciar decisões na empresa investida.

Segundo a Abpec, a taxa de sucesso de *startups* investidas através do *equity crowdfunding*, no mundo, tem sido bastante superior àquela dos investimentos privados. Enquanto nesse último a taxa de acerto é de uma em cada dez, no *equity crowdfunding* apenas uma em cada cinco empresas falha.

Esse pode ser o grande diferencial, capaz de alavancar o interesse de investidores pessoas físicas para o mercado de capitais no Brasil.

Como o maior volume de investimentos iniciais em *equity crowdfunding* no Brasil se concentrou no ano de 2015, estamos perto de poder revelar, dentro dos próximos dois anos, os primeiros *cases* de sucesso.

Para uma ampla expansão dessa prática, se a CVM definir que só quem pode investir é o investidor qualificado, a plataforma e a *startup* terão de se registrar na CVM, e o mercado não vai conseguir se desenvolver.

E, ainda, considerando que as micro e pequenas empresas, por lei, são aquelas que faturam entre R\$360 mil e R\$3,6 milhões ao ano, tendendo de ser necessariamente sociedades limitadas, não sendo o melhor instrumento para o *equity crowdfunding*, pois vai fracionar demais a captação, criando problemas no futuro.

Logo, aplicar um conceito mais amplo de PMES, pelo faturamento ou lucro líquido, e não categoria societária, é o melhor instrumento para o *crowdfunding* funcionar bem.

Se as restrições não prevalecerem, será possível difundir a cultura do *equity crowdfunding* e, em pouco tempo, poderemos ver o mercado de investimentos se revolucionar.⁴⁰⁵

Quanto à competência abrangente e flexível atribuída à Comissão de Valores Mobiliários para regular o mercado de capitais, que muito bem permite a regulação dessas novas figuras, Camila Beatriz Sardo Gomes pontua com clareza:

Nesse sentido, a CVM tem a autonomia e a autoridade necessárias para a regulamentação do mercado de capitais, em especial no que tange à emissão de títulos para a obtenção de recursos para investimentos, por meio de ferramentas como o *equity crowdfunding*.

Isso se verifica na redação da própria lei de criação da CVM. Em seu art. 20 estão listados todos os títulos que são considerados valores mobiliários e que, com isso, estão sujeitos ao poder regulador da autarquia: [...].

Como se vê, a definição do *equity crowdfunding* está claramente descrita no inciso IX do referido artigo, uma vez que a sua oferta é pública, trata-se de investimento coletivo, com possibilidade de gerar direito de participação, cujo rendimento provém de esforço do empreendedor.

Em razão disso, e conforme disposto no parágrafo terceiro do artigo anteriormente destacado, a CVM é a entidade competente para a expedição de normas regulamentadoras da sua execução.

Além disso, o art. 8º da lei ainda prevê, de forma genérica, a competência da CVM para regulamentar as matérias expressamente previstas na lei, além de autorizar a publicação de projetos das normas que estão sendo discutidas, e a convocação de experts ou reuniões para debater o assunto, antes de emitir

⁴⁰⁵ SATHLER, Marina Rosa. **Os desafios do equity crowdfunding**. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). *Regulação e novas tecnologias*. Belo Horizonte: Fórum, 2017. p. 489.

efetivamente a regulamentação, que é o que tem sido feito com a participação da associação EQUITY mencionada anteriormente.

Em razão do seu poder regulamentador e das especificidades da atividade de equity crowdfunding, a CVM estuda a elaboração e publicação de normativo específico para tratar da matéria [...].⁴⁰⁶

Portanto, no Brasil, parece-nos que o Órgão regulador responsável já está atento e mesmo atuante neste sentido, muito embora nos pareça-nos que a dinamicidade e modulabilidade devem ser ainda mais efetivas e quiçá ousadas, inclusive para reconhecer, expressa e divulgadamente, a desnecessidade, em alguns casos, da imposição de exigências para a participação e mesmo atuação no mercado de capitais, ainda que de forma provisória.

Outra iniciativa nesse sentido, que se encontra em zona gris, no mínimo, em área fronteiriça com o mercado de capitais, além de que tomada por via legislativa, é a questão envolvendo investimentos para as empresas em fases iniciais de operação (especialmente as chamadas *startups*), normatizada pela Lei Complementar 155, de 27 de outubro de 2016, que inseriu dispositivos na Lei Complementar 123, de 14 de dezembro de 2006, que entraram em vigor em 1º de janeiro de 2017, a fim de regular o formato e as características do chamado Investidor-Anjo, nos seguintes termos:

Art. 61-A. Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.

§ 1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

§ 2º O aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo.

§ 3º A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade.

§ 4º O investidor-anjo:

I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa;

II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil;

III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos.

§ 5º Para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade.

§ 6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração

⁴⁰⁶ GOMES, Camila Beatriz Sardo. *Equity crowdfunding e a regulação pela CVM*. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). *Regulação e novas tecnologias*. Belo Horizonte: Fórum, 2017. p. 538-539.

correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte.

§ 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

§ 8º O disposto no § 7º deste artigo não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros.

§ 9º A transferência da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade dependerá do consentimento dos sócios, salvo estipulação contratual expressa em contrário.

§ 10. O Ministério da Fazenda poderá regulamentar a tributação sobre retirada do capital investido.

Art. 61-B. A emissão e a titularidade de aportes especiais não impedem a fruição do Simples Nacional.

Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares.

Art. 61-D. Os fundos de investimento poderão aportar capital como investidores-anjos em microempresas e empresas de pequeno porte.

Como é possível constatar da própria leitura do texto normativo, tais iniciativas são tomadas (e devem cada vez mais e com maior rapidez) com vistas a incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, o que, de fato, pode contribuir e muito para o desenvolvimento econômico do País, inclusive para disputar capitais com empreendedores do mundo inteiro.

Nesse ponto, a regulação dinâmica e modulável do mercado de capitais deve ser promovida em adequação à efetiva forma de incidência das falhas de mercado nos diferentes segmentos que se apresentam, ressaltando-se, portanto, a necessidade de uma regulação mais celeremente adaptável às diferentes características apresentadas pelas diferentes estruturas e espécies de agentes econômicos que integram (ou possam a integrar) o mercado de capitais, sopesando-se os custos e benefícios de cada iniciativa regulatória, ponderando-se, assim, os *trade-offs* envolvidos, como ocorre, por exemplo, entre o objetivo de combater os problemas decorrentes da assimetria informacional e o aumento dos custos de transação.

Caso contrário, como efetivamente se observa ocorre no mercado de capitais brasileiro, resta impedida a concorrência dos empreendedores no mercado de capitais para a obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades, e mesmo dos investidores, causando inegáveis ineficiências.

Aliás, a regulação não pode servir para ainda mais dificultar a busca de eficiência pelos agentes econômicos, como bem observa *Eizirik et al*:

As diversas teorias que explicam a regulação com base no interesse público, em suas feições clássicas, partem de duas premissas essenciais: (i) os mercados são frágeis, operando ineficientemente ou de forma pouco equitativa caso não exista regulação estatal, e (ii) a regulação pode ocorrer sem custos significativos. Assume-se, pois, que os custos de transação e de informação, verificados quando o mercado opera com ineficiência, não existem no caso da regulação estatal.

De acordo com a teoria do interesse público, a regulação permitiria resolver os problemas da competição imperfeita, da competição excessiva, da inexistência de mercado e dos resultados economicamente indesejáveis gerados por um mercado não regulado. A partir de um longo debate teórico, em que se criticou duramente a teoria do interesse público, passaram seus adeptos a aceitar que a regulação não ocorre sem custos e que estes podem ser superiores aos benefícios por ela gerados. A versão mais sofisticada da teoria não mais presume que a regulação seja perfeita, porém, assumindo que existem falhas no mercado, vê a regulação como o seu melhor antídoto, que, entretanto não deve remanescer caso os custos dela decorrentes excedam os benefícios que possibilita.

Tal reformulação da teoria é bastante útil para os estudiosos da regulação de qualquer mercado, inclusive o de capitais, uma vez que permite uma visão crítica da regulação, principalmente ao levar em conta que existem custos na produção das normas e na sua aplicação aos casos concretos, os quais podem, muitas vezes, ser superiores aos benefícios.

Há diversos casos em que regulação gera custos excessivos, eventualmente superiores aos benefícios deles decorrentes. Entre nós, por exemplo, a redação excessivamente abrangente da Instrução CVM nº 358/2002, ao enunciar exemplos de atos ou fatos "potencialmente relevantes" tem levado as companhias abertas a divulgarem como "fatos relevantes" matérias que não são capazes de provocar maiores impactos na cotação de suas ações, pelo temor de sofrerem processos sancionadores caso não o façam. Ora, a geração e a divulgação de informações tem um custo para as companhias, que pode ser superior aos benefícios, caso em que não se justifica a ação regulatória. Da mesma forma, constitui exemplo de custo excessivo a existência de processos sancionadores que tardam às vezes quatro ou cinco anos, para que sejam apreciadas acusações de infrações absolutamente irrelevantes, despendendo-se recursos públicos sem qualquer benefício aparente.⁴⁰⁷

De todo modo, inegável é que os avanços tecnológicos estão a promover redução drástica dos custos de transação, possibilitando o surgimento de estruturas de mercado diferenciadas, não mais condizentes com as exigências regulatórias de outrora. Dessa forma, a regulação deve ser maleável para se adaptar às características exigidas para o combate às falhas de mercado em consonância com as novas e mais numerosas estruturas de mercado e agentes econômicos, pelo que, além de dinâmica no sentido de se adaptar às novas realidades, as quais estão a se alterar mais velozmente, deve ser modulável de acordo com as características e especificidades dos ativos, das estruturas de mercado e dos agentes econômicos efetivamente envolvidos, em consonância com os segmentos de

⁴⁰⁷ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 17-18.

mercado específicos, devendo ser consideradas não só a área de atuação, como também as características e mesmo tamanho dos agentes econômicos, as particularidades das estruturas de mercado envolvidas e as formas de acesso e divulgação de informações, de modo a promover eficiência econômica, deslocando-nos, portanto, dos pontos de equilíbrio subótimos hoje observados no mercado de capitais brasileiro, para melhores níveis de desenvolvimento.

10 CONCLUSÃO

De modo conciso, conforme entendemos devam ser os termos de conclusão, importante registrar que o mercado de capitais no Brasil se revela pouco utilizado e mesmo estudado, encontrando-se muito aquém das suas efetivas possibilidades, sobretudo considerando que pode exercer funções fundamentais na economia, funcionando como mola propulsora do crescimento econômico, de modo a desempenhar papel protagonista no processo de desenvolvimento, até mesmo como forma de democratização tanto do acesso à captação da poupança pública para os empreendedores como, também, a investimentos com possibilidades de maior rentabilidade para os poupadores, ainda mais considerando-se os avanços tecnológicos e as inovações disruptivas cada vez mais frequentes, como os fenômenos das *fintechs*, *equity crowdfunding*, *blockchain*, entre diversos outros. Para isso, deve ser bem investigado, compreendido e mesmo incentivado, continuamente.

Aliás, cumpre consignar a legítima preocupação, caso esta situação não se modifique, de que até mesmo haja completa ou severa remissão da importância e até mesmo esvaziamento do mercado de capitais brasileiro, em prol de mercados mais desenvolvidos e consolidados, ainda mais em um cenário mundial cada vez mais globalizado e com facilidade e rapidez na circulação dos capitais, porquanto o fluxo de recursos destinados a estas atividades busca, inexoravelmente, as alocações que apresentam os maiores retornos esperados, por razões de pura eficiência econômica.

Nesse sentido, o presente estudo propõe as condições para que os arranjos normativos, notadamente de cunho regulatório, sejam aptos a incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pelo que, por conseguinte, identificam-se e sistematizam-se os problemas a serem especialmente enfrentados como sendo as falhas de mercado e, dessa forma, objetos de normatização e regulação.

Nesse contexto, compreende-se que tanto a normatização⁴⁰⁸ como especificamente a regulação⁴⁰⁹ dos mercados, seja de iniciativa estatal ou mesmo privada, conforma diferentes incentivos para os agentes econômicos, uma vez que submetem o conjunto de escolhas disponíveis para a tomada de decisão dos agentes econômicos,

⁴⁰⁸ No seu mais amplo sentido, isto é, derivada não só da legislação, mas também da atividade estatal executiva (incluída aí também a regulação) e jurisdicional, além das iniciativas de autorregulação.

⁴⁰⁹ Isso porque a regulação possui como uma das principais funções a normatização.

determinando, dessa forma, a organização e a alocação de recursos, podendo estimular ou mesmo frear o desenvolvimento econômico.

Assim, a tese defendida é a de que a regulação do mercado de capitais, a qual possui como objetivo principal combater as falhas de mercado, deve ser dinâmica, uma vez que o modo de incidência das falhas de mercado sobre essa realidade regulada vem se alterando, cada vez mais, com maior frequência e profundidade, haja vista, sobretudo, o desenvolvimento tecnológico e as inovações, que alteram o modo de incidência das falhas de mercado.

Outrossim, sustentamos que a regulação do mercado de capitais deve ser também modulável, porquanto as falhas de mercado, inclusive por conta da premissa anterior (dinâmica do mercado de capitais), incidem de forma diferenciada sobre os fenômenos regulados, a depender, especialmente, dos diferentes segmentos existentes no mercado de capitais, considerando-se, fundamentalmente, as características dos ativos, dos agentes econômicos e das estruturas de mercado envolvidos. E, por isso, a denominação da proposta, isto é, regulação dinâmica e modulável do mercado de capitais.

Oportuno registrar que a inspiração para a tese surgiu de algumas constatações que são notórias (ou fatos estilizados), quais sejam: o mercado de capitais no Brasil não se revela eficiente do ponto de vista econômico, ou, no mínimo, abaixo das suas efetivas possibilidades; o mercado de capitais brasileiro é utilizado basicamente por um pequeno grupo de grandes empresas; as empresas no Brasil se financiam fundamentalmente por meio do mercado de crédito; no Brasil, observa-se uma das maiores médias de taxas de juros bancários; no Brasil, o número de investidores é baixo, bem como basicamente tomado por grandes investidores e investidores institucionais; o desenvolvimento tecnológico e as inovações vem transformando rápida e profundamente as estruturas de mercado que se apresentam no mercado de capitais e, dessa forma, o modo de surgimento e de incidência das falhas de mercado.

Portanto, buscou-se investigar de que forma e quais são as condições para que a regulação possa mitigar as falhas de mercado no âmbito do mercado de capitais, a fim de otimizar a eficiência econômica, considerando as especificidades de cada segmento que compõe o mercado de capitais, devendo ser ponderadas, efetivamente, as relações de custo-benefício (*trade-offs*) existentes entre os custos derivados das exigências da regulação e os eventuais benefícios daí decorrentes.

Assim sendo, conclui-se que a regulação, seja de forma ativa ou mesmo reativa, deve ser proporcional e adequada aos segmentos envolvidos pertencentes ao mercado de

capitais, os quais se apresentam em contextos dinâmicos e desiguais, considerando-se as características dos ativos, dos agentes econômicos e das estruturas de mercado em questão, inclusive de modo a democratizar o acesso à poupança pública e aos investimentos com maior possibilidade de retorno, ainda mais se considerando os avanços tecnológicos e as inovações disruptivas cada vez mais frequentes, que vêm promovendo a quebra de paradigmas na conformação dos mercados, assim como na estruturação dos agentes econômicos, em especial devido à redução dos custos de transação e para a obtenção de informações.

Nesse sentido, aliás, evidente é a tendência da desintermediação, que está por revolucionar o sistema financeiro e, dentro dele, o mercado de capitais, que justamente se caracteriza pela desintermediação. Desta forma, estas transformações reforçam e contribuem para o crescimento e fortalecimento do mercado de capitais, ensejando a sua maior participação como meio de financiamento de empreendimentos e, portanto, do crescimento e desenvolvimento econômico, desde que, como aqui se defende, a regulação possa desempenhar eficazmente o seu mister.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

AKERLOF, G. The Market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ALEXY, R. **Teoria dos direitos fundamentais**. São Paulo: Malheiros, 2011.

ALMEIDA COSTA, M. J. **Direito das obrigações**. 9. ed. Coimbra: Almedina, 2003.

ANDRADE, R. P. A construção do conceito de incerteza: uma comparação das contribuições de Knight, Keynes, Shackle e Davidson. **Nova eco**. Belo Horizonte, v. 21, n. 2, p. 171-195, Aug. 2011. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512011000200001&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 19 jan. 2017.

ANDREWS, P. W. S. **On Competition in Economic Theory**. London: MacMillan, 1964.

ARAÚJO, D. B. S. G. Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórica da regulação brasileira. *In*: _____. **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

ARAÚJO, F. **Teoria económica do contrato**. Coimbra: Almedina, 2007.

AREEDA, P.; KAPLOW, L. **Antitrust Analysis: problems, texts, cases**. 4. ed. Boston: Little-Brown, 1988.

ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. What is Corporate Law? *In*: KRAAKMAN, R.; ARMOUR, J.; DAVIES, P; *Et. all.* **The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach**. 2. ed. Oxford University Press, New York, 2009.

ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N.; BUCKLEY, R. P. FinTech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation. **Northwestern Journal of International Law & Business**; University of Hong Kong Faculty of Law Research, October 1, 2016. [Paper n°. 2016/035]. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2847806>>. Acesso em: 15 jan 2017.

ARNER, D. W.; BARBERIS, J. N.; BUCKLEY, R. P. The Evolution of FinteCH: **A NEW POST-CRISIS PARADIGM?**. University of Hong Kong Faculty of Law Research, [Paper n° 2015/047], October 1, 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2676553>>. Acesso em: 18 fev 2017.

ATASANOV, V.; BLACK, B.; CICCOTELLO, C. Law and tunneling. **Journal of Corporation Law**, v. 37, 2011.

AYRES, I.; GERTNER, R. Filling Gaps in Incomplete Contracts: an economic theory of default rules. **Yale Law Journal**, n. 99, 1989.

AYRES, I.; GERTNER, R. Strategic Contractual Inefficiency and the Optimal Choice of Legal Rules. **Yale Law Journal**, n. 101, 1992.

BAJARI, P; TADELIS, S. **Procurement Contracts: fixed price vs. cost plus**. 1999. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/23741027_Procurement_Contracts_Fixed_Price_vs_Cost_Plus>. Acesso em 02 fev 2017. [recurso eletrônico].

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BC. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. [Infográfico do site]. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp>>. Acesso em: 13 jan 2017c.

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BC. **Mercado de câmbio – definições [site]**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/mercCam.asp>. Acesso em: 14 jan. 2017b. [recurso eletrônico].

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BC. **Modelo de contágio para avaliação de risco sistêmico**: nota técnica - 2009/003. Brasília: BC, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BC. **Site Institucional – Glossário**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/glossario.asp?Definicao=238&idioma=P&idpai=GLOSSARIO>>. Acesso em: 04 jan 2016. [recurso eletrônico].

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BC. **Site Institucional**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp#>. Acesso em: 14 jan. 2017a. [recurso eletrônico].

BATESINI, E. **Direito e economia**: novos horizontes do estudo da responsabilidade civil no Brasil. São Paulo: LTr, 2011.

BAPTISTA, Patrícia; KELLER, Clara Iglesias. **Por que, quanto e até onde regular as novas tecnologias? Entre inovação e preservação, os desafios trazidos pelas inovações disruptivas**. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). *Regulação e novas tecnologias*. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

BATOR, F. M. The Anatomy of Market Failure. **Quarterly Journal of Economics**, v. 72, n. 3, p. 351-379, 1958.

BEBCZUK, R. N. **Asymmetric information in financial markets**: introduction and applications. Cambridge: Cambridge University, 2003.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. In: CONSTANTINIDES, G. M., HARRIS, M.; STULZ, R.M. (Edit.). **Handbook of Economics Finance**. Amsterdam: Elsevier, 2003. [Capítulos 1-4].

BECKER, V. N. A categoria jurídica dos atos existenciais: transformação da concepção clássica de negócio jurídico. **Revista da Faculdade de Direito de Porto Alegre**, v. 7-8, 1973-1974.

BETTI, E. **Teoria general del negocio jurídico**. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1959.

BICHARA, K. R.; CAMARGOS, M. A. Desmutualização, abertura de capital e fusão da Bovespa e BM&F: uma análise das vantagens, desvantagens e consequências. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**, Ribeirão Preto, dez. 2011. Disponível em: <https://www.fundace.org.br/artigos_racef/artigo_02_04_2011.pdf>. Acesso em: 25 fev 2017.

BLANCHFIELD, W. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Atlas, 1983.

BOCATER, M. I. R. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM: aperfeiçoamentos recentes. *In*: MOSQUERA, R. Q. (Org.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

BRASIL. **Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 17 jan 2017.

BRASIL. **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. [Código Civil Brasileiro]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 28 jan. 2017.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 17 jan 2017.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 17 jan 2017.

BRASIL. **Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990**. [Código de Defesa do Consumidor]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8078.htm>. Acesso em: 23 jan 2017.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em: 20 jan 2017.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 20 jan 2017.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 20 jan 2017.

BRATTON, W. W.; MCCAHERY, J. A. Incomplete contract theories of the firm and comparative governance. **Theoretical Inquiries in Law**, v. 2, p. 745-782, Jul, 2001.

Disponível em: <eial.tau.ac.il/index.php/til/article/download/215/191>. Acesso em: 10 jan 2017.

BUGALLO, A. A. A Comissão de Valores Mobiliários, instância reguladora independente?. **Revista de Direito: Estado e Sociedade**, Rio de Janeiro, n 3, p. 01-32 1993. Disponível em: <<https://docs.google.com/viewerng/viewer?url=http://www.jur.puc-rio.br/revistades/index.php/revistades/article/viewFile/350/323> >. Acesso em: 15 jan 2017.

BUSSANI, Mauro; PALMER, Vernon Valentine (Org). **Pure Economic Loss in Europe**. Cambridge: Cambridge University, 2003.

CABANELLAS, G. El análisis económico del derecho: evolución histórica: metas e instrumentos. In: KLUGER, V. (Org.). **Análisis económico del derecho**. Buenos Aires: Heliasta, 2006.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? Evidências empíricas do mercado brasileiro. **Revista de Gestão**, v. 17, n. 2, art. 5, p. 189-208, 2010.

CANTIANO, Luiz Leonardo. **Aspectos regulatórios do mercado de capitais**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

CAI, J.; QIAN, Y; LIU, Y.; MIAOMIAO, Y. Information Asymmetry and Corporate Governance, **Drexel College of Business Research Paper**, n. 2008-2, 30 jun. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1082589>>. Acesso em: 10 nov 2012.

CAMBRIDGE DICTIONARY. **Churning** [verbete]. Disponível em: <<http://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/churning>>. Acesso em: 01 fev 2017. [recurso eletrônico].

CAMPILONGO, C. F.; ROCHA, J. P. V.; MATTOS, P. T. L. (org.). **Concorrência e regulação no sistema financeiro**. São Paulo: Max Limonad, 2002.

CARVALHOSA, M.; EIZIRIK, N. **A nova Lei de S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASSIDY, J. **Como os mercados quebram**: a lógica das catástrofes econômicas. Trad. Berilo Vargas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011.

CHEUNG, S. N. S. Economic organization and transaction costs. In: **THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS**. v. 2. [s.l.]: [s.n.], 1987.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v.4, n.16, p.386-405, 1937.

COASE, R. The problem of social coast. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 01-44, 1960. Disponível em: <<https://econ.ucsb.edu/~tedb/Courses/UCSBpf/readings/coase.pdf> >. Acesso em: 15 jan

2017. [Tradução ALVES, F. K. R., CAOVIOLA, R. V.; Rev. téc. PORTO, A. J. M.,LENNERTZ, M. 2008. Disponível em: <<http://services.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1035&context=lacjls>>. Acesso em: 02 mar 2017.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei 6.385/76 (Art. 2º)**. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>>. Acesso em: 16 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Edital de chamamento para Audiência Pública SDM Nº 06/2016**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html>. Acesso em: 01 jan. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Assessoria de Análise e Pesquisa. **Indicadores de Churning**. [S. l.]: CVM, 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/estudos/anexos/Estudo_Churning.pdf>. Acesso em: 01 fev 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 369, de 11 de junho de 2002a**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst369.html>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 449, de 15 de março de 2007**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst449.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 457, de 13 de julho de 2007a**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst457consolid.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 497, de 3 de junho de 2011**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst497consolid.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 547, de 5 de fevereiro de 2014**. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst547.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 552, de 9 de outubro de 2014a.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst552.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 554, de 17 de dezembro de 2014b.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst554.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 558, de 26 de março de 2015.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst558.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 568, de 17 de setembro de 2015.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst568.html>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução nº 59, de 22 de dezembro de 1986.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst059.html>>. Acesso em: 15 jan 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **O mercado de valores mobiliários brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: CVM: 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Portal do investidor [site].** Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/derivativos/Derivativos_introducao.html>. Acesso em: 15 jan. 2017.

COMMONS, R. J. Institutional Economics. **American Economic Review**, v. 21, p. 648-657, 1931.

COOTER, R.; ULLEN, T. **Direito e Economia.** 5.ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CORDATO, R. The austrian theory of efficiency and the role of government. **The Journal of Libertarian Studies**, v. 4, n. 4, p. 393–403, 1980. Disponível em: <http://www.mises.org/journals/jls/4_4/4_4_6.pdf>. Acesso em: 16 jan 2017.

CORREA, C. M. **Propriedade intelectual e saúde pública.** Florianópolis: Fundação Boiteaux, 2007. [Trad. Fabíola Wüst Zibetti, Ver. Téc. Carolina Pancotto Boher Munhoz].

COUTO E SILVA, C. V. **A obrigação como processo.** Rio de Janeiro: FGV, 2006.

CUSCIANO, D. T. A importância da auto-regulação para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. *In*: CUSCIANO, D. T.; SANO, F. P.; CURY, M. F. C. A. R.; PEREIRA, R. C. L. **Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2009.

CUSCIANO, D.; SANO, F. P.; CURY, M. F. C. A. R.; PEREIRA, R. C. L. **Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2009.

DATZ, M. D. X. S. **Risco sistêmico e regulação bancária no Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002.

DIAS, Bruno Fernandes; PEPE, Rafael Gaia Edais. **Elementos jurídicos da regulação do crowdfunding no Brasil**. *In*: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). **Regulação e novas tecnologias**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

DEBIASI, C. M. O mercado de Previdência Privada no Brasil: análise das melhores alternativas de investimento previdenciário. **Revista de Ciências da Administração**, v. 6, n. 12, p. 01-22, 2004. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/24823/o-mercado-de-previdencia-privada-no-brasil--analise-das-melhores-alternativas-de-investimento-previdenciario/i/pt-br>>. Acesso em: 15 jan 2017.

DELGADO, José Augusto. Aspectos conceituais de entidades dos mercados financeiro e de capitais e da previdência privada. *In*: TORRES, Heleno Taveira (org.). **Tributação nos mercados financeiro e de capitais e na previdência privada**. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005, p. 31-65.

DEMSETZ, H. Ownership and the Externality Problem. *In*: ANDERSON, T. L.; MCCHESENEY, F. S. (Ed.). **Property Rights: cooperation, conflict, and law**. Princeton: Princeton University, 2003.

DONADDIO, Angela. Regulação e Autorregulação do Mercado de Capitais Brasileiro. *In*: ARAÚJO, D. B. S. G. **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

DUBEAU, J. R. **A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais**. Porto Alegre: Fabris Editor, 2006.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FABIAN, C. **O dever de informar no direito civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

FARNSWORTH, A. **Contracts**. 4. ed. New York: Aspen, 2004.

FIGUEIREDO, L. V. **Lições de direito econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

FINKELSTEIN, A.; POTERBA, J. **Adverse selection in insurance markets: policyholder evidence from the U.K. Annuity Market**. Cambridge, 2000. [NBER Working Paper 8045].

FISCHER, I. **The theory interest: as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it**. Clifton: Augustus M. Kelley, 1970.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualymark, 2002.

FRANCO, Gustavo H. B. **Notas sobre crowding out, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro**. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. (Orgs.) Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.

FREITAS, Juarez. **Sustentabilidade: Direito ao Futuro**. 3ª Ed. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2016.

FREITAS, J.; TRINDADE, M. G. N.; VOLKWEISS, A. C. M. **Direito da Regulação: falhas de mercado. Interesse Público**, Belo horizonte, ano 17, n. 95, jan/fev, 2016.

FUNDAÇÃO DE PROTEÇÃO E DEFESA DO CONSUMIDOR - PROCON-SP. **Cadastro de Reclamações Fundamentadas: período 2011. 2012**. Disponível em: <http://www.procon.sp.gov.br/pdf/acs_cadastro_2011.pdf>. Acesso em: 10 nov 2016.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

GOMES, Camila Beatriz Sardo. **Equity crowdfunding e a regulação pela CVM**. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). **Regulação e novas tecnologias**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

GORGA, E. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GUERRA, M. L. **Direitos fundamentais e a proteção do credor na execução civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

GUESTRIN, S. G. **Fundamentos para un nuevo análisis económico del derecho: de las fallas del mercado al sistema jurídico**. Buenos Aires: Depalma, 2004.

HAYEK, F. **Individualism and economic order**. Chicago: University of Chicago, 1948. Disponível em: <<http://mises.org/books/individualismandeconomicorder.pdf>>. Acesso em: 23 jan 2017.

HELD, D. Regulamentando a globalização?: a reinvenção da política. *In*: GIDDENS, A. (Org.). **O debate global sobre a terceira via**. São Paulo: UNESP 2007. [Trad. Roger Maioli dos Santos].

HUBBARD, R. G; O'BRIEN, A. P. **Introdução à Economia**. 2. ed. atual. Porto Alegre: Bookman, 2010.

HULL, J. **Fundamentos dos mercados futuros e de opções**. Trad. de Marco Aurélio Teixeira. São Paulo: BM&F/Bovespa, 2009.

HUNT, E. K. **História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

International Organization of Securities Commission – IOSCO. **IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)**. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em: 11 mar 2017.

JAKOBI, K. B.; RIBEIRO, M. C. P. **A Análise econômica do Direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

KISSELL, R.; GLANTZ, M.; MALAMUT, R. **Optimal Trading Strategies: quantitative approaches for managing market impact and trading risk**. [S.l.]: AMACOM, 2003.

KLAES, M. History of transaction costs. *In*: **THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS**. 2. ed. [s.l.]: [s.n.], 2008.

KNIGHT, F. **Risk, uncertainty and profit**. London: Houghton Mifflin, 1921. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_nlinks&ref=000213&pid=S0103-6351201100020000100027&lng=en>. Acesso em: 19 jan 2017.

KORNHAUSER, L. Derecho de los contratos. *In*: SPECTOR, H. (Org.). **Elementos de análisis económico del derecho**. Buenos Aires: Rubinzal, 2004.

KÜMPEL, S. **Direito do mercado de capitais: do ponto de vista europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LEE, D. K. C.; TEO, E. G. S. **Emergence of Fintech and the Lasic Principles**, September 30, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2668049>>. Acesso em: 18 fev 2017.

LIPPMAN, S. A.; McCALL, J. J. The Economics of Job Search: a survey, **Economic Inquiry**, v. 14, n. 2, p. 155-189, 1976.

LÔBO, P. L. N. Transformações gerais do contrato. **Revista Trimestral de Direito Civil**, v. 4, n. 16, out./dez. 2003.

LUPION, R. G. **Boa-fé objetiva nos contratos empresariais**: contornos dogmáticos dos deveres de conduta. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011.

MANKIW, N. G. **Princípios de microeconomia**. São Paulo: 2009. [Trad. da 5. ed. Norte-Americana por Allan Vidigal Hastings e Elisete Paes de Lima, Ver. Téc. Carlos Roberto Martins Passos e Manuel José Nunes Pinto].

MARTIN, A. G. **The limits of liberalism**: good boundaries must be discovered. 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2812146>>. Acesso em: 03 fev 2017.

MATTOS FILHO, A. O. [Prefácio]. In: ARAÚJO, D. B. S. G. **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015.

MATTOS FILHO, A. O. **Direito dos valores mobiliários**. v.1. Tomo1. Rio de Janeiro: FGV, 2015a.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. In: **Revista de administração de empresas FGV**, Rio de Janeiro, 25 (2): 37-51, abril/junho 1985.

MATTOS, César. **A revolução antitruste no Brasil**. São Paulo: Singular, 2003.

MEDEMA, S. G. The Hesitant Hand: Mill, Sidgwick, and the Evolution of the Theory of Market Failure, History of Political Economy. **On Line Working Paper**, v. 39, n. 3, p. 331-358, 2007.

MÉNDEZ GALEANA, J. M. **Introducción al derecho económico**. México: Trillas, 2007.

MENKE, F.; FONSECA, J. B. P.; RUTZEN, M. R. O mercado de capitais e a prática de churning. In: MELGARÉ, P. (Org.). **O direito das obrigações na contemporaneidade**: estudos em homenagem ao Ministro Ruy Rosado de Aguiar Junior. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2014.

MERCURO, N.; MEDEMA, S. G. **Economics and the law**: from Posner to post-modernism. Princeton: Princeton University Press, 1997.

MISHKIN, F. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. Trad. Christine Pinto Ferreira Studart. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MOLHO, I. **The Economics of Information**: lying and cheating in markets and organizations. Malden: Blackwell, 1997.

MONTEIRO, A. P. Novo regime jurídico dos contratos de adesão/cláusulas contratuais gerais. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, v. 62, p. 111-142, jan. 2002.

NISHIJIMA, M.; SAES, M. S. M.; POSTALI, F. A. S. Análise de concorrência no mercado mundial de café verde. **Revista de Economia Sociologia Rural**, Brasília, v. 50, n. 1, mar. 2012. Disponível em:

<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20032012000100004&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 15 jan. 2017.

NOGUEIRA, A. C. **Regulação do poder econômico**: a liberdade revisitada. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NORONHA, F. **Direito das obrigações**. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2010.

NORTH, D. C. **Institutions, institutional changes and economic performance**. New York: Cambridge University Press, 1990.

NORTH, D. **Transactions Costs, institutions and economic performance**. San Francisco: ICS, 1992.

OLIVEIRA, C. M.; SANTANA, A. C. A governança no Arranjo Produtivo de Grãos de Santarém e Belterra, Estado do Pará: uma análise a partir do grão soja. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, Brasília, v. 50, n. 4, dec. 2012. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S010320032012000400006&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 14 jan 2017.

OLIVEIRA FILHO, L. C. A auto-regulação e o mercado de capitais. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

OREIRO, J. C.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. C.; ONO, F. H. **Determinantes macroeconômicos do spread bancário no Brasil**: teoria e evidência recente. *Economia Aplicada*, Ribeirão Preto, vol.10, n.4, p.609-634, 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1413-80502006000400007>>. Acesso em: 04 jan 2017.

PAPINI, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

PEREIRA, Klecius Augustus Passos. **As Estratégias Adotadas no Setor de Seguros: Estudo de Caso de Minas Brasil**. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Administração. Universidade Fundação Mineira de Educação e Cultura. Belo Horizonte, 2007. Disponível em: http://www.fumec.br/anexos/cursos/mestrado/dissertacoes/completa/klecius_augustus_passos_pereira.pdf. Acesso em: 15 jan 2017.

PIGOU, A. C. **The economics of welfare**. London: MacMillan, 1920. Disponível em: <<https://archive.org/details/economicsofwelfa00pigouoft>>. Acesso em: 18 fev 2017.

PILKINGTON, M. Blockchain Technology: principles and applications. **Research Handbook on Digital Transformations**, 18, 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2662660>>. Acesso em: 20 fev 2017.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

PINHEIRO, A. C.; SADDI, J. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PORTUGAL. **Decreto-lei n. 446, de 25 de outubro de 1985**. Disponível em: <http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=837&tabela=leis>. Acesso em: 16 dez 2016.

PORTUGAL. **Decreto-Lei n.º 220 de 31 de janeiro de 1995**. Disponível em: <http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=838&tabela=leis>. Acesso em: 16 dez 2016.

PORTUGAL. **Decreto-Lei n.º 249 de 07 de junho de 1999**. Disponível em: <<https://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=962784>>. Acesso em: 16 dez 2016.

POSNER, R. **Antitrust Law: an economic perspective**. Chicago: The University of Chicago, 1976.

POSNER, R. **Economic analysis of law**. 6. ed. New York: Aspen, 2003.

PRADO, R. N. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A.**: tag along. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PRATA, A. **Contratos de adesão e cláusulas contratuais gerais**: anotações ao Decreto-lei n. 446/85, de 25 de outubro. Coimbra: Almedina, 2010.

PRIBRAM, K. **A history of economic reasoning**. Baltimore: Johns Hopkins University, 1983.

PROENÇA, J. M. M. **Insider Trading**: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RIBEIRO, J. S. **O problema do contrato**: as cláusulas contratuais gerais e o princípio da liberdade contratual. Coimbra: Almedina, 1999.

RIBEIRO, M. C. R.; GALESKI JR., I. **Teoria geral dos contratos**: contratos empresariais e análise econômica. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

RIMA, I. H. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Atlas, 1977.

ROCA, C. A. **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. 2. ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002.

RODRIGUES, V. **Análise econômica do direito**: uma introdução. Coimbra: Almedina, 2007.

ROMANO, R. **Foundations of corporate law**. New York: Foundation Press, 1993.

ROPPO, V. **Il contratto del duemila**. 2. ed. Turim: Giappichelli, 2005.

ROTHSCHILD, M.; STIGLITZ, J. E. Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 90, n. 4, p. 629-649, nov. 1976. Disponível em: <<http://www.econ.yale.edu/~dirkb/teach/pdf/rothschild/1976%20equilibrium%20in%20competitive%20insurance.pdf>>. Acesso em: 15 jan 2017.

RIFKIN, Jeremy. **Sociedade com custo marginal zero**. São Paulo: M Books, 2016.

SALAMA, B. **Direito, justiça e eficiência**: a perspectiva de Richard Posner. São Paulo: FGV, 2008. Disponível em: <http://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/30>. Acesso em: 15 dez 2016.

SANCHEZ, Daniela Llorca Andrei. **O sistema de distribuição de valores mobiliários**. Dissertação de mestrado. Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2006.

SANDEL, M. J. **Justiça**: o que é fazer a coisa certa. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011.

SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**. 14. ed. São Paulo: Best Seller, 2004.

SALIM, Ismail; MALONE, Michael S.; GEEST, Yuri, van. **Organizações exponenciais**: porque elas são 10 vezes melhores, mais rápidas e mais baratas que a sua (e o que fazer a respeito). São Paulo: HSM Editora, 2015.

SATHLER, Marina Rosa. **Os desafios do equity crowdfunding**. In: FREITAS, Rafael Veras de; RIBEIRO, Leonardo Coelho; FREIGELSON, Bruno (Coord.). **Regulação e novas tecnologias**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

SCHWARCZ, S. L. Systemic Risk. **Georgetown Law Journal**, v. 97, n. 1, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1008326>>. Acesso em: 10 dez 2016.

SEN, A. K. **Desenvolvimento como liberdade**. Trad. Laura Teixeira Mota. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

SILVA, C. V. C. **A obrigação como processo**. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

SILVA, J. P. **Contrato sem negócio jurídico**: crítica das relações contratuais de fato. São Paulo: Atlas, 2011.

SOARES, M. Q. **Mercado de valores mobiliários**: instrumentos de regulação e de auto-regulação. Rio de Janeiro: Editora Juarez de Oliveira, 2003.

SPENCE, M. Job Market Signaling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-437, 1973.

STIGLER, G. J. **The Theory of Price**. 3.ed. New York: Macmillan, 1966.

STZAJN, R. **Ensaio sobre a natureza da empresa**: organização contemporânea da atividade. 2001. 266f. Tese de Titularidade – Departamento de Direito Comercial da faculdade de Direito da universidade de São Paulo. 2001.

SZTAJN, R.; ZYLBERSZTAJN, D.; AZEVEDO, P. F. Economia dos contratos. *In*: ZYLBERSZTAJN, D.; SZTAJN, R. (Org.). **Direito e economia**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TAYLOR, O. H. **A history of economic thought**. New York: Mcgraw-Hill, 1960.

TIMM, L.; GUARISSE, J. F. M. Análise econômica dos contratos. *In*: TIMM, L. (Org.). **Direito e economia no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2012.

TIROLE, J. **The theory of corporate finance**. Princeton: Princeton University Press, 2006.

TRINDADE, M. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. *In*: SADDI, J. **Fusões e Aquisições**: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002.

TRINDADE, M. G. N. **Direito Contratual como Redutor das Falhas de Mercado**. 2013. 211f. Dissertação de Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013. Disponível em: <http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/77180/000895668.pdf?sequence=1>. Acesso em: 13 fev 2017.

TRINDADE, M. G. N.; BALBINOTTO NETO, G. Economia constitucional: efeitos das variáveis econômicas sobre o crescimento econômico. **Berkeley Program in Law and Economics**, 2008. Disponível em: <http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/042308-1>. Acesso em: 05 jan 2017.

TRINDADE, M. G. N.; FRAGA, P. Contratos de Investimento Estrangeiro: Segurança jurídica como pressuposto e como incentivo. *In*: CONGRESSO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO MINEIRA DE DIREITO E ECONOMIA, IV. **Anais.**, Belo Horizonte, 2012. Disponível em: www.revista.amde.org.br/index.php/ramde/article/download/115/pdf. Acesso em: 20 jan 2017.

TULLOCK, G.; SELDON, A.; BRADY, G. L. **Falhas de governo**: uma introdução à Teoria da Escolha Pública. Trad. Roberto Fendt. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 2005.

VARIAN, H. **Microeconomia**: princípios básicos. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale**. 3. ed. Milano: Ed. Francesco Vallardi, v. III.

WARDE JÚNIOR, W. J. A desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 45, p. 128-137, out., 2006.

WILLIAMSON, O. E. The Economics of Organization: the transaction cost approach. **The American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, p. 548-577, 1981. Disponível em: <<http://glenn.osu.edu/faculty/brown/home/Org%20Theory/Readings/Williamson1981.pdf>>. Acesso em: 19 dez 2016.

YAZBEK, Otavio. **Crise, inovação e regulação do mercado financeiro**. In: SATIRO, Francisco de Souza Júnio (coord.). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 133-134.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2009.

ZHOU, W.; ARNER, D. W.; BUCKLEY, R. P. Regulation of Digital financial services in china: last mover Advantage. **Tsinghua China Law Review**, University of Hong Kong Faculty of Law Research, [Paper nº. 2015/044], N. 8, 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2660050>>. Acesso em: 20 fev 2017.