



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

João Manoel de Lima Junior

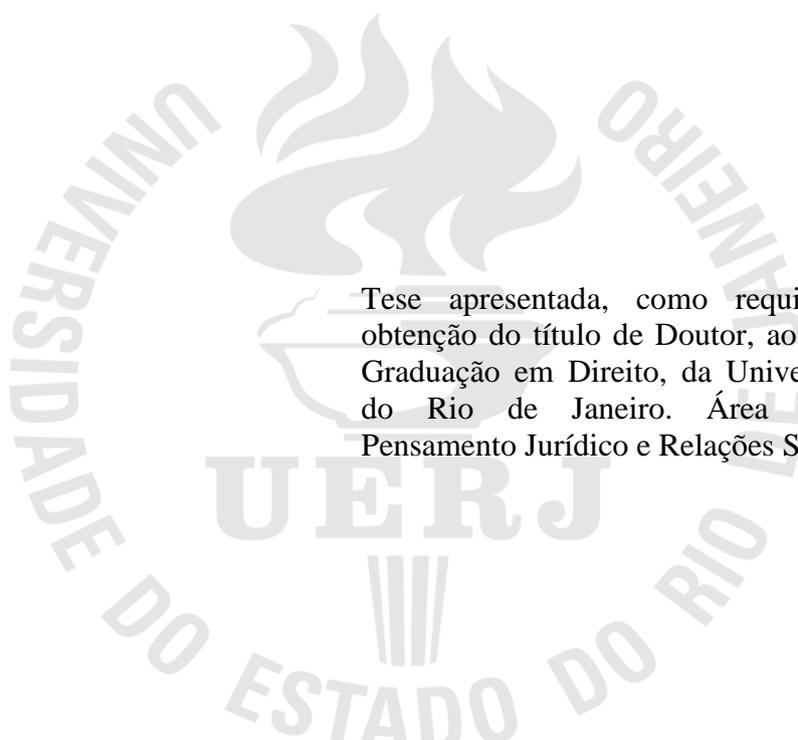
**O regime jurídico da autorregulação: um estudo sobre os limites da
juridicidade do estabelecimento de regras e fiscalização dos mercados
financeiros e de capitais por pessoas jurídicas de direito privado**

Rio de Janeiro

2017

João Manoel de Lima Junior

O regime jurídico da autorregulação: um estudo sobre os limites da juridicidade do estabelecimento de regras e fiscalização dos mercados financeiros e de capitais por pessoas jurídicas de direito privado



Tese apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-Graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais.

Orientador: Prof. Dr. José Carlos Vaz e Dias

Coorientador: Prof. Dr. José Gabriel Assis de Almeida

Rio de Janeiro

2017

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

L732 Lima Junior, João Manoel de.

O regime jurídico da autorregulação: um estudo sobre os limites da juridicidade do estabelecimento de regras e fiscalização dos mercados financeiros e de capitais por pessoas jurídicas de direito privado/ João Manoel de Lima Junior. -2017.

214 f.

Orientador: Prof. Dr. José Carlos Vaz e Dias.

Tese (Doutorado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Mercado de capitais - Teses. 2. Legalidade (Direito) - Teses. 3. Direito financeiro - Teses. I. Dias, José Carlos Vaz e. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 336.76

Bibliotecária: Angélica Ribeiro CRB7/6121

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

João Manoel de Lima Junior

O regime jurídico da autorregulação: um estudo sobre os limites da juridicidade do estabelecimento de regras e fiscalização dos mercados financeiros e de capitais por pessoas jurídicas de direito privado

Tese apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor, ao Programa de Pós-Graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais.

Aprovada em 20 de dezembro de 2017.

Banca examinadora:

Prof. Dr. José Carlos Vaz e Dias (Orientador)
Faculdade de Direito – UERJ

Prof. Dr. José Gabriel Assis de Almeida (Coorientador)
Faculdade de Direito – UERJ

Prof. Dr. Maurício Moreira Menezes
Faculdade de Direito – UERJ

Prof. Dr. Sérgio Antônio Silva Guerra
Fundação Getúlio Vargas

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof.^a Dra. Érica Guerra da Silva Faculdade de Direito da
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro

2017

The real political task in a society such as ours is to criticize the workings of institutions that appear to be both neutral and independent, to criticize and attack them in such a manner that the political violence that has always exercised itself obscurely through them will be unmasked, so that one can fight against them.

Michel Foucault, *The Chomsky-Foucault Debate: On Human Nature*

AGRADECIMENTOS

Um agradecimento ao querido Prof. Dr. José Gabriel Assis de Almeida, fonte inesgotável de inspiração, carinho e fidalguia. Se o presente trabalho tem algum mérito acadêmico é a ele devido, todo o mais, que cabe exclusivamente ao autor, são meras palavras em folhas de papel.

Um agradecimento a Maria Priscila e a Joaquim Maciel, por todo o carinho e companheirismo que deles venho recebendo na vida e no coração e por todo o tempo que deixamos de compartilhar para que a presente pesquisa fosse concluída. Joaquim, valeu por ter me deixado usar o seu quarto como escritório e o seu berço como livreiro, *Papai Jr* agradece.

Um agradecimento a todos os fundamentais comentários, sugestões, *insights*, indicações de leitura, debates e críticas feitas por aqueles que graciosamente cederam seus inestimáveis conhecimentos, talento, tempo e atenção para que esta pesquisa pudesse ser idealizada e realizada: os Professores José Carlos Vaz e Dias; Rodrigo Cortes Rondon, Emilio Enrique Dellasoppa, José Vicente Santos de Mendonça, Sérgio Guerra, João Marcelo de Lima Assafim, Maurício Moreira Menezes, Érica Guerra, Noel Struchiner, Gustavo Silveira Siqueira, Angela Rita Franco Donaggio, Thiago Bottino do Amaral, Antônio Marcus Duarte Junior, Nelson Laks Eizirik e Marcelo Larangeira; os Drs. André Bogossian, Bruno Boquimpani Silva, Marcus de Freitas Henriques, João Luiz Faria Netto e João Marcelo Sant'Anna pela gentileza e oportunidade de diálogo profícuo sobre a autorregulação; os pós-graduandos que participaram da disciplina Metodologia da Pesquisa no Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro durante o primeiro semestre de 2016, nomeadamente Matheus Escossia, pelos debates sempre instigantes e por ter feito uma crítica determinante para a estruturação da pesquisa, e dos encontros do Seminário de Projetos coordenados pelo Professor Gustavo Silveira Siqueira.

Um agradecimento à CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pela concessão da bolsa durante todo o período de realização do curso de doutoramento.

Um agradecimento aos Profs. Drs. José Gabriel Assis de Almeida e Nelson Laks Eizirik e ao Dr. Pedro Wehrs por terem me franqueado o acesso a três das melhores bibliotecas jurídicas do Brasil.

Um agradecimento a José Egídio Altoé, Larissa Tavares, Leonardo Gaspar e Patrícia Ostwald pelos debates na disciplina de Introdução ao Direito Econômico na Faculdade Nacional de Direito que contribuíram para o avanço da presente pesquisa.

Um agradecimento a toda a equipe da Secretaria do PPGD-UERJ cuja dedicação, mesmo em momentos difíceis, foi determinante na árdua batalha contra a burocracia da vida acadêmica institucional.

Um agradecimento a Carina de Castro Quirino pelo diálogo ao longo do curso de doutoramento.

Um agradecimento à Sra. Jaqueline de Jesus Félix por toda a simpatia, café e cordialidade necessários para tornar a caminhada no curso de doutoramento mais amigável e gentil.

RESUMO

LIMA JUNIOR, João Manoel de. *O regime jurídico da autorregulação: um estudo sobre os limites da juridicidade do estabelecimento de regras e fiscalização dos mercados financeiros e de capitais por pessoas jurídicas de direito privado*. 2017. 214 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

O objetivo desta pesquisa é contribuir para a definição do regime jurídico aplicável à autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro por meio de uma investigação sobre os limites da juridicidade da criação de regras, fiscalização e aplicação de penalidades por pessoas jurídicas de direito privado atuantes na autorregulação dos mercados financeiro e de capitais. Neste trabalho, a hipótese de que a atuação das instituições autorreguladoras privadas das atividades empresariais realizadas nos mercados financeiros e de capitais brasileiro encontra limites em sua juridicidade é analisada a partir da premissa de que a autorregulação dos mercados financeiros e de capitais, da forma como organizada e operacionalizada atualmente, está sujeita a alguns conflitos de interesses específicos que (1) podem ser irredutíveis a qualquer mecanismo de gerenciamento de conflitos entre interesses públicos e interesse privados; ou (2) dependem de uma estrutura de controle de sua legalidade e legitimidade diferente daquela observada atualmente. Este trabalho é composto de três partes: a Parte I compreende a introdução, apresentação de conceitos fundamentais para a elaboração da pesquisa e a explicação dos métodos utilizados para realizar a pesquisa, a Parte II analisa as repercussões jurídicas e institucionais decorrentes do relacionamento entre os conceitos de autorregulação e autoridade, e a Parte III analisa as potenciais repercussões jurídicas e políticas decorrentes do relacionamento entre os conceitos de autorregulação e poder econômico e político.

Palavras-chave: Autorregulação. Legalidade. Mercado de capitais. Associações civis. Corporatismo.

ABSTRACT

LIMA JUNIOR, João Manoel de. *The legal regime of self-regulation: a study on the limits of the legality of the establishment of rules and supervision of the financial and capital markets by private entities*. 2017. 214 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

The objective of this research is to contribute to the definition of the legal regime applicable to the Brazilian financial and capital markets' self-regulation through an investigation of the limits of the jurisdiction of the creation of rules, supervision and application of penalties by private entities acting in the self-regulation of the financial and capital markets. This work considers the hypothesis the jurisdiction of the self-regulatory activities performed by private entities over the business activities carried out in the Brazilian financial and capital markets is limited based upon the premise that the self-regulation of the financial and capital markets, as they are currently organized and operated, is subjected to (1) some specific conflicts between private and public interests which may be irreducible to any conflict of interests management mechanism; or (2) depend on a structure of control of its legality and legitimacy different from the one currently adopted. This work consists of three parts: Part I includes the introduction, presentation of the fundamental concepts for the elaboration of the research and the explanation of the methods used to carry out the research, Part II analyzes the legal and institutional repercussions arising from the relationship between the concepts of self-regulation and authority, and Part III analyzes the potential legal and political repercussions arising from the relationship between the concepts of self-regulation and economic and political power.

Keywords: Self-regulation. Legality. Capital markets. Associations. Corporatism.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Projeto de Regulador Giratório (<i>Whirling Regulator</i>).....	30
Figura 2 – Pirâmide de estratégias de <i>enforcement</i> da regulação.....	34
Figura 3 – Pirâmide regulatória.....	35
Figura 4 – Pirâmide regulatória expandida.....	36
Figura 5 – Exemplos de certificações privadas.....	151
Figura 6 – Potenciais indícios de <i>insider trading</i> não captados pelo sistema de monitoração da B3/BSM.....	157
Figura 7 – Demonstrativo de atuação da BSM em caso de manipulação de mercado com ações da Mundial S.A. (“Caso Mundial”).....	158
Imagem 1 – Foto de encontro anual da Febraban.....	177

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 – Desenvolvimento da autorregulação do mercado de capitais de 1998 até 2017

Gráfico 1 – Iniciativas de autorregulação por ano de 1998 a 2017

LISTA DE ABREVIACÕES

ACP	Ação Civil Pública
ADIN	Ação Direta de Inconstitucionalidade
AGU	Advocacia-Geral da União
FINEP	Agência Brasileira da Inovação
AAI	Agente Autnomo de Investimento
ATG	<i>Americas Trading Group</i>
ATS	<i>Americas Trading System</i> Brasil
ABIC	Associação Brasileira da Indústria de Café
ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ABRIFA	Associação Brasileira das Empresas Importadoras e Fabricantes de Aço
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ABDI	Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ABBI	Associação Brasileira dos Bancos Internacionais
ABRINQ	Associação Brasileira dos Fabricantes de Brinquedos
AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento de Mercado de Capitais
ACAF	Associação dos Apoiadores do CAF
ANCORD	Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ACIIA	<i>Association of Certified International Investment Analysts</i>
B3	B3 S.A. – Brasil Bolsa Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BM	Banco Mundial
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BM&FBOVESPA	BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BSM	BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo S.A.
CCEE	Câmara de Comercialização de Energia Elétrica
CETIP	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos
CFA INSTITUTE	<i>Centre For Financial Market Integrity</i>
CGA	Certificação de Gestores ANBIMA
CPA-10	Certificação Profissional ANBIMA – Série 10
CPA-20	Certificação Profissional ANBIMA – Série 20
CETIP	Cetip S.A. – Mercados Organizados
CFA	<i>Chartered Financial Analyst</i>
CBAP	Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária
CBGC	Código Brasileiro de Governança Corporativa
CPC	Código de Processo Civil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CAF	Comitê de Aquisições e Fusões
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CLC	Companhia de Liquidação e Custódia S.A.
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
COAF	Conselho de Controle de Atividades Financeiras
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CMN	Conselho Monetário Nacional
CF/88	Constituição da República Federativa Brasil
DNC	Departamento Nacional do Café
DRE	Diretoria de Regulação de Emissores da BM&FBovepa
EAPC	Entidade Aberta de Previdência Complementar
EFPC	Entidade Fechada de Previdência Complementar
ECAD	Escritório Central de Arrecadação e Distribuição
FEBRABAN	Federação Brasileira dos Bancos
FED	<i>Federal Reserve System</i>
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>
FSAP	<i>Financial Sector Assessment Program</i>

FSA	<i>Financial Services Authority</i>
FSC	<i>Forest Stewardship Council</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
IB	Índice de Basileia
IBRACOR	Instituto Brasileiro de Autorregulação do Mercado de Corretagem de Seguros, de Resseguros, de Capitalização e de Previdência Complementar Aberta
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBMEC	Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais
IBRI	Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IABr	Instituto de Aço Brasil
IAA	Instituto do Açúcar e do Alcool
INM	Instituto Nacional do Mate
INMETRO	Instituto Nacional de Metrologia, Qualidade e Tecnologia
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
JBS	JBS S.A.
LSE	<i>London School of Economics and Political Science</i>
TEM	Ministério do Trabalho e Emprego
MPF	Ministério Público Federal
NIRA	<i>National Industrial Recovery Act</i>
NRA	<i>National Recovery Administration</i>
NSMDA	<i>Non-Estate Market-Driven Authority</i>
OAB	Ordem dos Advogados do Brasil
OGX	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.
OAR	Organização Autorreguladora
OSCIP	Organização da Sociedade Civil de Interesse Público
ONG	Organização Não Governamental
PRE	Patrimônio de Referência Exigido
PQO	Programa de Qualificação Operacional – BM&FBovespa
RPPS	Regime Próprio de Previdência Social
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SIB	<i>Securities and Investment Boards</i>

CETIP UTVM	Segmento de Títulos Privados da B3
SRO	<i>Self-Regulatory Organization</i>
SINDICOMB-MA	Sindicato dos Revendedores de Combustível do Estado do Maranhão
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SIN	Superintendência de Relações com Investidores Institucionais
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
SG	Superintendência Geral do CADE
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SBR	Supervisão Baseada em Risco
STF	Supremo Tribunal Federal
TAC	Termo de Ajustamento de Conduta
TCC	Termo de Compromisso de Cessação
UBC	União Brasileira dos Compositores

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
1 QUESTÕES PERSISTENTES	24
1.1 O conceito de regulação	24
1.1.1 Tipos de regulação	32
1.2 O conceito de autorregulação.....	39
1.2.1 Escopo da autorregulação	56
1.2.2 Instituições autorreguladoras do mercado de capitais brasileiro.....	57
2 AUTORREGULAÇÃO COMO AUTORIDADE	65
2.1 Autoridade estatal	67
2.1.1 Direito Público	72
2.2 Autoridade não estatal orientada para o mercado	97
2.2.1 Direito Privado	99
3 AUTORREGULAÇÃO COMO PODER	137
3.1 Poder econômico.....	139
3.1.1 Monopólio de autorregulação nos mercados organizados de valores mobiliários.....	142
3.1.2 Funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários	146
3.2 Poder político.....	162
3.2.1 A autorregulação como gestão de legitimidade	164
3.2.2 O déficit democrático da autorregulação	178
CONCLUSÃO	187
BIBLIOGRAFIA.....	191

INTRODUÇÃO

O tema do presente trabalho é a autorregulação de atividades empresárias. Apesar de não ser um fenômeno novo,¹ os estudos sobre a autorregulação ganharam novo fôlego depois da década de 1990 quando a autorregulação passou a ser incluída como um dos instrumentos regulatórios estudados como parte de um conjunto de novas formas de interação e participação privada na administração pública e de formulação de políticas públicas consensuais (*new governance*).²

A delimitação do tema do presente trabalho é a autorregulação dos mercados financeiro³ e de capitais implantada a partir de 1998 por instituições atuantes nos mercados financeiro e de capitais brasileiro. Este ano foi escolhido como recorte temporal da pesquisa por ter sido o ano de aprovação do Código Anbid para Autorregulação do Mercado de Capitais, primeiro código de autorregulação no modelo que viria posteriormente a se expandir e se consolidar.⁴

Para a delimitação substantiva e territorial do presente trabalho foi adotado como foco de análise da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro, o âmbito nacional. Este âmbito se justifica porque, desde a incorporação da CETIP pela BM&FBOVESPA,⁵ existe apenas uma instituição responsável pelos sistemas de

¹ Neste sentido, ver: Maria Bárbara Levy (1979) “Autorregulação: novidade de 100 anos”. In: Revista Brasileira de Mercado de Capitais – RBMEC, vol. 5, nº 13, p. 121 a 123.

² Por todos, ver: Orly Lobel (2004a) “*The Renew Deal: the Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought*”. In: Minnesota Law Review, vol. 89, nº 2, p. 342 a 470. Minneapolis: University of Minnesota School of Law.

³ Segundo o *Dicionário de Administração e Finanças* (Sandroni, 2000; p. 314-315), mercado financeiro é o “[c]onjunto formado pelo mercado monetário e pelo mercado de capitais. Abrange todas as transações com moedas e títulos e as instituições que as promovem: banco central, caixas econômicas, bancos estaduais, bancos comerciais e de investimentos, corretoras de valores, distribuidoras de títulos, fundos de investimentos etc., além das bolsas de valores”. Por outro lado, mercado de capitais é “[t]oda a rede de bolsas de valores e instituições financeiras (bancos, companhias de investimento e de seguro) que opera com a compra e venda de papéis (ações, títulos de dívida em geral) a longo prazo. Tem a função de canalizar as poupanças da sociedade para o comércio, a indústria e outras atividades econômicas e para o próprio governo. Distingue-se do mercado monetário, que movimenta recursos a curto prazo, embora ambos tenham muitas instituições em comum”.

⁴ Para mais informações, ver o item 1.2.2 do presente trabalho.

⁵ A CETIP e a BM&FBOVESPA se referem à reestruturação societária que resultou na B3 como “combinação” de negócios, atividades ou operação entre a CETIP e a BM&FBOVESPA, os veículos de informação se referem a este conjunto de atos societários como “fusão”. Porém, os principais atos societários praticados foram (1) um aumento de capital em sociedade *holding* subsidiária integral da BM&FBOVESPA, (2) a incorporação das ações da CETIP por essa *holding*; e (3) a incorporação da *holding* pela BM&FBOVESPA. O passo a passo da operação societária está disponível em:

autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro e pela autorregulação dos mercados organizados de bolsa e de balcão de valores mobiliários, títulos e ativos financeiros. Além disso, as instituições financeiras e demais instituições atuantes no mercado de capitais brasileiro realizam operações eletronicamente, o que lhes dá possibilidade de abrangência nacional e dificulta um recorte por regiões geográficas. Ressalta-se, contudo, que a definição do escopo nacional para a pesquisa realizada representa uma peculiaridade em relação aos estudos de nova governança que consideram a autorregulação. Pois, tais estudos, em sua maioria, focam o âmbito supranacional (Hertog e Westerman, 2009) e subnacional (Mockle, 2006) na análise de estratégias consensuais ou participativas na relação entre as esferas pública e privada na regulação econômica e na consecução de interesses públicos.

A pesquisa tem aderência dentro da área de concentração “Pensamento Jurídico e Relações Sociais”, na Linha de Pesquisa “Empresa e Atividades Econômicas”, cujos objetivos de pesquisa dizem respeito, dentre outros, ao estudo da tutela e disciplinamento jurídico das relações empresariais, ao estudo do direito da concorrência e à análise das relações empresariais contemporâneas. Conclui-se neste sentido porque a pesquisa realizada em nível de doutoramento buscou contribuir para o desenvolvimento de parâmetros jurídicos para análise da possibilidade de atuação, segundo o ordenamento jurídico brasileiro, de sociedades empresárias, instituições financeiras, associações civis e demais pessoas jurídicas de direito privado na definição e imposição de regras aplicáveis a outras pessoas jurídicas de direito privado por meio da autorregulação dos mercados financeiros e de capitais. Ou seja, a pesquisa tratou dos possíveis modos de organização jurídica desta esfera de inter-relacionamento empresarial que vem ganhando relevância na economia brasileira.

A análise da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais foi adotada como foco da presente pesquisa por quatro motivos principais: (i) pela importância que o setor financeiro nacional exerce na economia capitalista interligando a economia real (circulação de bens, serviços e fatores de produção) à economia financeira (circulação de moeda para viabilização de investimentos); (ii) pelo papel diferenciado que as instituições financeiras ocupam na

economia capitalista;⁶ (iii) por se tratar de um setor dotado de significativo poder econômico e de organização, inclusive institucional, e de mobilização de seus interesses corporativos (ou setoriais); e (iv) por ser um setor dotado de uma autorregulação ampla e institucionalizada,⁷ conforme se verá a seguir.

O presente trabalho analisa o fenômeno da autorregulação dos mercados financeiros e de capitais com base em duas chaves de análise: autorregulação como *autoridade* e autorregulação como *poder*. A primeira chave de análise visa contrapor a autorregulação e formas legais e legítimas de controle social (o Estado, o Direito e, para alguns autores, o próprio Mercado). Ao passo que a segunda chave de análise visa contrapor a autorregulação e formas ilegais e ilegítimas de dominação social (o abuso de poder econômico e a dominação política sem os devidos controles constitucionais e legitimidade democrática).

A abordagem realizada na presente pesquisa tem forte influência do direito econômico, ramo do direito caracterizado principalmente pela proposta de análise de problemas e institutos jurídicos considerando a superação da dicotomia rígida entre o direito público e o direito privado e as relações do direito com a realidade econômica capitalista e o regime político democrático. Neste sentido, Washington Peluso (1991, p. 414) informa que:

A dinâmica do mercado permite, porém, a sua ampliação, que vai desfigurar o seu caráter puramente privado e se projetar em elementos de caráter público, como a sanção contra abusos e outros (id. 47). Reconhece, deste modo, o caráter público do mercado e do direito que o regulamenta. Procura demonstrar a superação da tese da privacidade do mercado e do direito estritamente privado, diferenciando direito da empresa, direito dos consumidores e direito civil.

⁶ Sobre a peculiaridade do setor financeiro, Richard Posner (2012, p. 5) comenta que: “[u]ma indústria comum, como a indústria de transporte aéreo, pode ir à falência sem derrubar o resto da economia. Em razão das altas taxas de custos fixos sobre os custos variáveis da indústria de transporte aéreo, das oscilações imprevisíveis da demanda e dos custos do combustível, esta indústria está constantemente oscilando à beira da falência. De fato, a indústria de transporte aéreo quebrou quando o tráfego despencou no rastro dos ataques terroristas ocorridos em 11 de setembro de 2001. Uma modesta recuperação financeira salvou a indústria, apesar da United Airlines, até então a maior empresa aérea norte-americana, ter declarado falência no ano seguinte, altura em que, no entanto, o pânico da resposta aos ataques de 11 de setembro havia diminuído. Mas o setor bancário (em sua definição mais ampla, a fim de incluir todos os intermediários financeiros e não apenas os bancos comerciais, que têm diminuído em importância) é fundamental para a economia porque a economia moderna opera sob crédito. Se há um colapso no setor bancário este setor carrega consigo o resto da economia, como acabamos de aprender. E sem uma regulamentação eficaz e uma política monetária sólida, o setor entrará em colapso de tempos em tempos porque, [tal] como a indústria de transporte aéreo, por razões diferentes, é intrinsecamente frágil. A base de seu modelo de negócio é pedir emprestado no curto prazo e emprestar no longo prazo”.

⁷ Outro exemplo de setor da economia com autorregulação abrangente é o setor publicitário, cujo atual Código Brasileiro de Autorregulamentação Publicitária – CBAP, inspirado na experiência inglesa, existe desde 1978 e o Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária – CONAR, órgão responsável pela aplicação do CBAP, existe desde 1979. Mais informações em: <http://www.conar.org.br/> e <http://www.conar.org.br/codigo/codigo.php>. Data de acesso: 2 dez. 2017.

Claus Offe mostra a contradição nas sociedades capitalistas atuais onde o poder econômico das grandes empresas chega a compor o sistema político de dominação, ao ponto de prescindir dos controles democráticos, em face de sua vinculação com as instituições e ideologias jurídico-privadas. Daí a necessidade dos controles públicos de sua atuação.

As teorias materialistas modernas, especialmente com Habermas e Offe, voltam suas vistas para a politização e a juridificação do mercado, destacando em especial o problema das crises verificadas em seu processo e a posição do Estado a esse respeito.

Esta proposta de abordagem do tema visa permitir que sejam identificados e contrapostos algumas questões centrais para tornar a análise da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais do Brasil mais circunstanciada e aprofundada. Permitindo identificar, por exemplo, a relação entre a autorregulação, de um lado, e, de outro, os regimes jurídicos de direito público e privado, o poder econômico e político. Especificamente sobre a regulação jurídica da economia, o presente trabalho busca contrapor algumas correntes teóricas que poderiam fundamentar as teses da legalidade/ilegalidade e de legitimidade/ilegitimidade da autorregulação e identificar a posição da autorregulação perante o sistema jurídico. Dentre os autores que analisam a autorregulação, tais como Ayres e Braithwaite (1992), Black (1997) e Silva (2010), a autorregulação seria uma expressão da mudança do funcionamento do Direito e da relação entre o Direito e o Estado. Pois, se antes o Direito funcionava em uma estrutura piramidal e o Estado tinha o monopólio do uso da força e da produção normativa, agora o Direito funcionaria de forma descentralizada e decorreria de uma pluralidade de fontes sobrepostas ou coexistentes.

Contudo, parece faltar nas análises da autorregulação dos mercados financeiros e de capitais realizadas atualmente, ver, por exemplo, (Dias, 2005) (Zanotta, 2005) (Donaggio, 2016) (Gobbi, 2012) (Moreira; Lima, 2012) (Trindade; Santos, 2009) (Ferraz, 2010) (Brenneke, 2016), uma tentativa de conformação entre a autorregulação e o sistema jurídico tal como ele é amplamente aceito hoje e com as formas de manifestação de poderes públicos e privados existentes na sociedade onde o direito e a regulação jurídica da economia se inserem.

O presente trabalho visa apresentar uma contribuição original para a pesquisa jurídica nacional tentando suprir a lacuna indicada antes. Neste sentido, pode-se dizer que o presente trabalho tem cunho exploratório, teórico e crítico. Exploratório, porque visa avançar sobre áreas pouco ou não estudadas pela produção jurídica nacional. Teórico, porque visa suprir esta lacuna principalmente por meio da análise da produção documental e teórica sobre a autorregulação e, sempre que possível, de análises dos resultados de pesquisas empíricas e

teóricas sobre o tema. Crítico, porque, diferentemente do que é majoritariamente feito, busca questionar a validade dos pressupostos teóricos sobre os quais se assentam os trabalhos acadêmicos acerca da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil: tratar a autorregulação um dado inexorável da realidade econômica e social e evitar as discussões sobre as potenciais repercussões jurídicas decorrentes da autorregulação.

Adicionalmente, a presente pesquisa visa superar uma limitação do estado da arte das pesquisas acadêmicas do campo do direito sobre a regulação jurídica da economia e a autorregulação no Brasil: tratar a autorregulação privada e a regulação pública como duas escolhas possíveis dentro de um mesmo grupo de opções à disposição da regulação econômica sem analisar as implicações jurídicas decorrentes desta escolha. Contudo, para a elaboração do presente trabalho, considerou-se que uma análise deste tipo somente seria possível em trabalhos de campos das ciências humanas que, diferentemente do Direito, não têm por escopo analisar se os atos praticados por agentes públicos ou privados são permitidos, proibidos ou obrigatórios. Assim, em um trabalho realizado no campo do Direito é necessário identificar, além das supostas vantagens e desvantagens da autorregulação dos mercados financeiros e de capitais, se e como esta autorregulação se conforma e é conformada pelo sistema jurídico nacional.

Tendo em vista que o objetivo central do presente trabalho é tentar identificar se a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais integra o sistema jurídico, é preciso antes ter claro o marco teórico acerca do conceito de direito que permeia, fundamenta e confere unidade a presente pesquisa. Assim, para os fins deste trabalho considera-se o direito um sistema contendo dois tipos de regras, as regras primárias e as regras secundárias, conforme proposto por Herbert Hart (2007[1961]). As regras primárias seriam as regras que estabelecem que determinadas condutas sejam proibidas, permitidas ou obrigatórias. Ou seja, que determinam o conteúdo dos direitos e deveres a ser seguidos pelas pessoas de determinada sociedade. Ao passo que as regras secundárias seriam as três regras específicas que estabelecem como (i) se identifica o que vige como direito nessa sociedade (a “regra de reconhecimento”), (ii) se alteram as regras primárias (a “regra de alteração”), e (iii) como se aplicam as regras primárias nessa sociedade (a “regra de adjudicação”).

Neste sentido, Hart (2007[1961], p. 91) esclarece:

a necessidade de se distinguir entre dois tipos de regra diferentes, embora relacionados, se quisermos fazer justiça à complexidade de um sistema jurídico. Por força das regras de um tipo, que bem pode se considerar o tipo básico ou primário, aos seres humanos é exigido que façam ou se abstenham de fazer certas ações, quer queiram ou não. As regras do outro tipo são em certo sentido parasitas ou secundárias em relação às primeiras: porque asseguram que os seres humanos possam criar, ao fazer ou dizer certas coisas, novas regras do tipo primário, extinguir ou modificar as regras antigas, ou determinar de diferentes modos a sua incidência ou fiscalizar a sua aplicação. As regras do primeiro tipo impõem deveres, as regras do segundo tipo atribuem poderes, públicos ou privados. As regras do primeiro tipo dizem respeito a ações que envolvem movimento ou mudança físicos; as regras do segundo tipo tornam possíveis atos que conduzem não só a movimento ou mudança físicos, mas à criação ou alteração de deveres e obrigações.

A hipótese de trabalho da presente pesquisa foi formulada no sentido de que a juridicidade da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, da forma como se manifesta atualmente, encontra limites: alguns transponíveis, outros não. Assim, buscou-se investigar se a criação de regras, fiscalização e aplicação de penalidades por pessoas jurídicas de direito privado atuantes nos mercados financeiro e de capitais se *conforma* ao sistema jurídico vigente no Brasil, considerando os inerentes conflitos e tensões entre os direitos, interesses e poderes públicos (*potestades*) e privados potencialmente em choque pela criação, fiscalização e aplicação de regras pela autorregulação e por autorreguladores.

A premissa para a formulação da hipótese de trabalho indicada antes é que tais conflitos, quando analisados especificamente no contexto da autorregulação atual do mercado de capitais brasileiro, são tantos e tão intensos que, ou (i) se tornam virtualmente irremediáveis e irreduzíveis a qualquer mecanismo de gerenciamento de conflitos de interesses; ou (ii) dependem, para ser juridicamente *válidos*, de uma estrutura de controle de sua legalidade e legitimidade diferente da observada atualmente.

Deste modo, buscando-se evitar caminhos simples de pugnar pela ilegalidade, *prima facie*, da autorregulação, ou pelo eventual estado de coisas inconstitucional criado pela autorregulação ou de aceitar a autorregulação como um dado inexorável e inquestionável da realidade, busca-se, no presente trabalho, analisar a autorregulação em cotejo com o maior grau e variedade possível de repercussões jurídicas decorrentes da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, para, assim fazendo, (i) tornar a inter-relação entre os órgãos reguladores e as instituições autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais de algum modo conhecida e sindicável pelo direito; (ii) buscar, conforme o caso, (ii.1) propor alterações na forma como se dá atualmente essa inter-relação, ou (ii.2) identificar as situações

em que tal reconciliação seja possivelmente impraticável por sua aparente incompatibilidade com o sistema jurídico.

O problema objeto da presente pesquisa foi abordado por meio do método hipotético-dedutivo. Este método tem início com a identificação de uma possível lacuna nos conhecimentos e continua com a formulação de hipóteses e com a realização de processos de inferência dedutiva passíveis de submeter as hipóteses formuladas a teste (Marconi, Lakatos, 2003, p. 95). Ainda segundo estes autores, este método, desenvolvido principalmente por Karl Popper, contém três

momentos no processo investigatório:

1. [identificação do] problema – que surge, em geral, de conflitos ante as expectativas e teorias existentes;
2. solução proposta consistindo numa *conjectura* (nova teoria); dedução de consequências na forma de proposições passíveis de teste;
3. testes de *falseamento*; tentativas de refutação, entre outros meios, pela observação e experimentação. [De tal modo que] [s]e a hipótese não supera os testes, estará falseada, refutada, e exige nova reformulação do problema e da hipótese, que se superar os testes rigorosos, estará confirmada provisoriamente.

Este método de abordagem científica se apresentou como indicado para análise do problema formulado uma vez que, como afirmado anteriormente, existe uma lacuna na literatura jurídica brasileira quanto à definição do regime jurídico aplicável à autorregulação do mercado de capitais brasileiro. A percepção dessa lacuna deu azo à formulação da hipótese de trabalho preliminar que foi confirmada ao longo da pesquisa.

Não obstante, é preciso reconhecer, conforme Mayntz (1983; p. 7 apud Teubner; 1987, p. 29), que a complexidade do objeto de estudo do presente trabalho apresenta limites às possibilidades de teste da hipótese de trabalho relacionada com a legalidade e legitimidade da autorregulação. Isso porque, segundo esta autora,

o ideal científico do estabelecimento de hipóteses testáveis e desenvolvimento de uma teoria axiomática somente pode ser atingido parcialmente em pesquisas cujo objeto seja a implementação de políticas públicas. Ao invés disso, o pesquisador deve se contentar com resultados bem mais modestos: 1) a identificação conceitual dos fenômenos e o estabelecimento de categorias e tipologias, 2) o uso do método de estudo de caso, que permite apenas generalizações restritas, 3) o rechaço da execução de prognósticos individuais precisos, no modelo das previsões realizadas por Hayek, e.g., a mera previsão de padrões estruturais gerais. Estas deficiências são explicadas em termos da grande complexidade que a pesquisa sobre implementação de políticas públicas enfrenta. Isso significa simplesmente que as tentativas mais ambiciosas realizadas até agora de lidar com a crise do direito regulatório por meio de pesquisas em ciências sociais sobre seus efeitos vai falhar, aparentemente, devido à complexidade do objeto da análise.

Uma vez consideradas tanto as limitações para o teste de hipótese de trabalho impostas tanto pelo objeto da presente pesquisa, conforme citado antes, quanto às demais limitações de tempo, do campo de conhecimento, institucionais etc. buscou-se testar a hipótese, na medida do possível, utilizando as técnicas de pesquisa disponíveis para a realização de pesquisas sobre temas jurídicos. As técnicas de pesquisa seriam os vários instrumentos de coletas de dados utilizados por determinada área do conhecimento para a consecução de seus propósitos (Figueiredo, Souza, 2005, p. 77). Na pesquisa realizada, a técnica utilizada consistiu primordialmente em pesquisa bibliográfica e documental, com a leitura, análise e reflexão crítica sobre material bibliográfico, inclusive, mas não limitada à produção doutrinária jurídica, artigos e textos acadêmicos, análise de jurisprudência e legislação brasileira e comparada.

Ressalva-se, ainda, que apesar do eventual recurso à utilização, como técnicas de pesquisa, de análises de decisões judiciais e de casos identificados na experiência nacional ou internacional relevante para a abordagem do objeto da presente pesquisa, não se buscou realizar “estudos de casos”, mas “análises de caso”, que Gil (2009, p. 4) diferencia da seguinte forma:

Na análise de casos, dispõe-se de um conjunto de informações acerca de um grupo, organização, comunidade, fato ou fenômeno que podem ser analisados com propósitos diversos. Os dados já estão disponíveis, cabendo ao pesquisador conferir-lhes tratamento analítico. Esta análise de casos, que não constitui rigorosamente estudo de caso, é adotada como um dos procedimentos fundamentais nos estudos exploratóri[o]s. Os casos são tomados como exemplos que estimulam a compreensão de um fenômeno.

Tais técnicas se mostraram indicadas na adaptação da pesquisa ao problema pesquisado, buscando superar algumas das limitações da “dieta unilateral”⁸ não raro observada nas análises da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro. Tal dieta unilateral parece estar refletida, por exemplo, na aparente ausência de críticas aos modelos predominantes de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais nos trabalhos acadêmicos sobre o tema.

⁸ Noel Struchiner (2009) explica este conceito cunhado por Wittgenstein: “[n]a linguagem wittgensteiniana (*Investigações Filosóficas*, §593), seria incorrer naquilo que ele [Wittgenstein] qualifica como sendo uma causa principal das doenças filosóficas, uma dieta unilateral: quando nutrimos o nosso pensamento apenas com um tipo de exemplo. **A cura para a doença apontada seria olhar para uma pluralidade de exemplos**”. (itálicos no original, grifou-se) Posturas interpretativas e modelagem institucional: a dignidade (contingente) do formalismo jurídico. In: Daniel Sarmiento (Org.), *Filosofia e teoria constitucional contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Júris.

As fases principais da pesquisa compreenderam: a primeira fase, que teve por escopo definir os alicerces constitucionais, legais, regulatórios e jurisdicionais passíveis de fundamentar a definição do regime jurídico aplicável ao exercício de funções normativas, executivas e judicantes por instituições, constituídas como pessoas jurídicas de direito privado, atuantes na autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro. Em seguida, na segunda fase, se tentou desenvolver uma abordagem teórica jurídica ao problema do exercício da regulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro por instituições autorreguladoras privadas.

O presente trabalho,⁹ para a consecução dos seus objetivos e métodos, está dividido em três partes além desta breve introdução e da conclusão: (i) a primeira, objeto do capítulo 1, busca apresentar alguns conceitos fundamentais e necessários para definição dos pontos de partida para a análise sobre a autorregulação dos mercados financeiros e de capitais; (ii) a segunda, que é o foco do capítulo 2, trata das repercussões jurídicas e institucionais decorrentes da chave de análise da autorregulação como uma forma de autoridade; e (iii) a terceira, da qual se ocupa o capítulo 3, introduz a análise das potenciais repercussões jurídicas, econômicas e políticas perceptíveis pela chave de análise da autorregulação como uma forma de poder econômico e político.

⁹ Em relação aos aspectos formais, foram seguidas na elaboração do presente trabalho as recomendações contidas na Coletânea de Normas Técnicas – Elaboração de TCC, Dissertação e Teses-2012 elaborada e disponibilizada pela Associação Brasileira de Normas Técnicas – ABNT. O único distanciamento voluntário das regras formais propostas nesta coletânea foi o padrão utilizado para indicação das referências bibliográficas no corpo, no final do texto e nas notas de rodapé. Para a indicação das referências bibliográficas da tese, adotou-se padrão indicado por Eco (2009), consistente com o sistema autor-data que permite ao leitor relacionar mais rapidamente as indicações bibliográficas no texto com as entradas da lista de referências. As referências bibliográficas e documentais estão organizadas por ordem alfabética e cronológica, enquanto as legislativas estão organizadas em ordem alfabética e de acordo com o grau hierárquico do ato normativo no sistema jurídico.

1 QUESTÕES PERSISTENTES

O objetivo do presente trabalho é definir os contornos jurídicos da noção de autorregulação de mercado por meio de uma análise dos limites da juridicidade da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro. Sendo assim, para que se possa fazer uma devida incursão no tema objeto do estudo é preciso, primeiro, clarear alguns conceitos fundamentais que nortearam o desenvolvimento da pesquisa.

Neste sentido, serão definidos os conceitos de regulação e de autorregulação utilizados ao longo do desenvolvimento da pesquisa e será apresentado o marco teórico jurídico utilizado para a estruturação da tese em torno dos eixos: (a) autorregulação como autoridade; e (b) autorregulação como poder.

1.1 O conceito de regulação

Inicialmente, entende-se genericamente por “regulação” a conformação da liberdade privada por meio da imposição de restrições às opções de escolha das pessoas naturais e jurídicas de direito privado, que, ao exercer atividades econômicas, são chamadas pelo jargão da praxe econômica como “agentes de mercado”. Contudo, é preciso tentar delimitar o sentido técnico jurídico do termo. Tarefa não trivial, como se verá a seguir.

O conceito de regulação ganhou força no debate doutrinário jurídico brasileiro após a década de 1990, especialmente na esteira das privatizações realizadas nesta década e a consequente criação das agências reguladoras setoriais.¹⁰ Estas agências reguladoras foram criadas com poder normativo, executivo e judicante¹¹ na esfera administrativa para “regular” os setores onde o Estado vinha intervindo diretamente. Nesta ocasião, o termo regulação passa a ser usado pelos estudiosos do direito administrativo, pois até então o termo regulação era próprio do direito econômico (Medauar, 2002).

¹⁰ Com fundamento no Plano Nacional de Desestatização, primeiro pela Lei n° 8.031, de 12 de abril de 1990, e, depois, pela lei n° 9.491, de 9 de setembro de 1997.

¹¹ Para fins de simplificação, no presente trabalho o adjetivo “judicante” será utilizado para referência à atuação da administração pública no exercício de seu poder de polícia repressivo em setores da economia, tendo em vista que no Brasil não existe propriamente uma jurisdição administrativa, pelo princípio da unidade da jurisdição consubstanciado no inciso XXXV do artigo 5° da CF/88.

Segundo Medauar (2002), além da novidade da popularização do uso do termo regulação,¹² a definição do conteúdo desse conceito no Brasil também decorre da dificuldade de se traduzir o termo *regulation* para o português, uma vez que este mesmo termo anglo-saxônico pode significar regulamentação ou regulação. Segundo esta autora, o termo *regulation* em inglês não significa expedição de regulamento, pois o termo correto para designar a expedição de regulamentos no direito anglo-saxão é *rulemaking*.

No direito brasileiro a regulamentação é a atribuição privativa do Presidente da República de expedir regulamentos para a fiel execução das leis, conforme previsto no inciso IV do artigo 84, da CF/88. Contudo, existe uma divergência sobre a legalidade da expedição de regulamentos autônomos pelo Presidente da República, especialmente após a promulgação da Emenda Constitucional nº 32, de 11 de setembro de 2001, e sobre a aceitação no Brasil da teoria da deslegalização,¹³ com base no inciso VI do artigo 84 da CF/88. Todavia, o aprofundamento nesta divergência foge ao escopo do presente trabalho.

Por outro lado, a definição do conteúdo do conceito de regulação é dificultada, ainda, por tratar-se de um termo polissêmico, que pode ser usado tanto para descrever fenômenos diferentes quanto para descrever de forma diferente o mesmo fenômeno. A polissemia leva a uma série de propostas de definições diferentes para o conceito. Para os propósitos do presente trabalho, será adotado um conceito de regulação que procura superar algumas das limitações identificadas nas propostas de definição do termo regulação feitas pela doutrina jurídica nacional.

Além da possibilidade do termo *regulation* ser traduzido de formas diferentes em português, vale ressaltar outra dificuldade, de ordem cultural, na definição desse conceito no Brasil. Segundo Coutinho (2017), nos países anglo-saxônicos o termo *regulation* denota um Estado “forte” e não um Estado “fraco”, como tradicionalmente se pensa no Brasil. Ou seja, segundo este autor, quando se afirma nos países de língua inglesa que o Estado vai regular

¹² Apesar de o estudo da regulação ter se disseminado entre administrativistas apenas com a criação das “agências” na década de 1990, identifica-se a existência de órgãos independentes atuando na regulação estatal de atividades econômicas desde a década de 1930. Por exemplo, com a constituição, em 1933, do Instituto do Açúcar e do Alcool – IAA e do Departamento Nacional do Café – DNC e, em 1938, do Instituto Nacional do Mate – INM (Guerra, 2011, p. 39).

¹³ Mais informações sobre esta teoria em: Diogo de Figueiredo Moreira Neto (2003), *Direito Regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar.

(*regulate*) algum setor da economia, quer-se dizer, com isso, que o Estado está mais ativo e não mais passivo, está “maior” e não “menor” (informação verbal).

Em sentido oposto, no Brasil, como o termo regulação passou a ser amplamente disseminado e discutido no contexto das privatizações da década de 1990, acredita-se que “regulação” denota um Estado “menor”, pois “regular” implicaria uma atuação estatal menos intensa no domínio econômico. E que denotaria a passagem do Estado interventor (que atua como um agente econômico no mercado) para um Estado regulador.

Para início, *O grande e novíssimo dicionário da língua portuguesa* (Freire, 1957, p. 4.634) define regulação como: “[a]to ou efeito de regular; Regulamento, preceito ou norma por que se deve reger uma corporação, um indivíduo etc.”. Por outro lado, o dicionário *Miniaurélio: dicionário da língua portuguesa* (Holanda, 2008, p. 693) apresenta a seguinte definição para o termo regular:

re.gu.lar. *Adj2g.* **1.** Relativo a, ou próprio de regra(s); Que é ou que age segundo as regras, as leis. **2.** Que é ou parece feito segundo regras previamente fixadas. **3.** Que apresenta boa proporção e distribuição dos elementos; harmônico. **4.** Que se repete a intervalos (quase) iguais. **5.** Mediano, médio; nem grande nem pequeno, nem bom nem mau etc. **6.** Que não apresenta (ou quase não apresenta) variações ou exceções.” (negritos e itálico no original, sublinhou-se)

Entre as propostas de definição apresentadas pela doutrina jurídica, serão analisadas a seguir as propostas de definição apresentadas por Odete Medauar (2002), Calixto Salomão Filho (2008), Nelson Eizirik (1977), Alexandre Aragão (2013), Vital Moreira (1997) e Diogo de Figueiredo Moreira Neto (2003b). Tais autores foram escolhidos por representarem uma visão abrangente das dificuldades de delimitação do conteúdo do conceito de regulação segundo diferentes perspectivas sobre o direito e diferentes trajetórias acadêmicas e profissionais.

Segundo Medauar (2002, p. 127):

regulação, no atual contexto, abrange: a edição de normas; a fiscalização do seu cumprimento; a atribuição de habilitações (p. ex. autorização, permissão concessão); a imposição de sanções; a mediação de conflitos (para preveni-los ou resolvê-los, utilizando variadas técnicas, por exemplo: consulta pública, audiência pública; celebração de compromisso de cessação e compromisso de ajustamento). Não se inclui necessariamente na atividade regulatória a fixação de políticas para o setor.

A supramencionada definição não identifica o gênero a que espécie a “regulação” faz parte, apenas lista as características e formas de manifestação. Desta forma, com a devida vênia à opinião da professora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, a rigor, não se trata propriamente de uma definição.

Segundo Calixto (2008, p. 21), o termo regulação “engloba toda a forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício de poder de polícia”.

Na proposta de definição indicada anteriormente, o autor inclui a prestação de serviços públicos e o exercício de poder de polícia pelo Estado no conceito de regulação. Tornando o conceito de “regulação” tão amplo que passa a ser igual a qualquer forma de atuação estatal. Um conceito amplo a tal ponto de perder a sua especificidade e função.

Para Eizirik (1977, p. 21-22):

a regulação de modo jurídico é aquela posta através de normas jurídicas. (...) são normas jurídicas que limitam a atuação dos participantes do mercado, expressando, deste modo, uma determinada intervenção do Estado no mercado. (...) As normas jurídicas reguladoras fazem parte do Direito Econômico. (...) [É] importante observarmos que estas normas, embora traduzindo e instrumentalizando uma determinada política econômica, nem sempre estão servindo ao interesse público.

A definição apresentada difere das demais analisadas em dois aspectos. Primeiro, apresenta a regulação estatal como objeto do Direito Econômico e não como objeto do Direito Administrativo, como se tornou praxe analisar na doutrina jurídica nacional desde a década de 1990. Segundo, considera a possibilidade da regulação ser realizada em detrimento do interesse público. O que pode acontecer quando a regulação estatal for implantada para beneficiar (a) interesses privados de agentes de mercado atuantes no setor regulado; ou (b) interesses pessoais dos agentes públicos encarregados por implantar a regulação. Neste ponto, o mencionado autor antecipa, já na década de 1970, a discussão de alguns problemas tradicionais do debate sobre regulação ainda pouco discutidos no Brasil: as teorias da escolha pública, da captura e das falhas de governo.¹⁴

¹⁴ Mais informações em: (a) sobre a teoria da captura, Andreia Cristina Bagatin (2010). “O problema da captura das agências reguladoras independentes”, dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo; (b) sobre a teoria da escolha pública, Gordon Tullock, Arthur Seldon e Gordon L. Brady (2002). *Government failure: a primer in public choice*. Catho Institute,

Aragão (2013, p. 37) define regulação como:

o conjunto de medidas legislativas, administrativas e convencionais, abstratas ou concretas, pelas quais o Estado, de maneira restritiva da liberdade privada ou meramente indutiva, determina, controla, ou influencia o comportamento dos agentes econômicos, evitando que lesem os interesses sociais definidos no marco da Constituição e orientando-os em direções socialmente desejáveis.

A definição apresentada, também vincula a regulação exclusivamente à atuação do Estado, tal como todas as citadas anteriormente. Porém, traz o diferencial de incluir no conceito de regulação, além da imposição de restrições e penalidades, a possibilidade de atuação estatal por indução de condutas a serem observadas pelos agentes de mercado.

Segundo Moreira (1997, p. 34), a regulação:

(a) em sentido amplo, é toda forma de intervenção do Estado na economia, independentemente dos seus instrumentos e fins; (b) num sentido menos abrangente, é a intervenção estadual na economia por outras formas que não a participação direta na atividade econômica, equivalendo, portanto, ao condicionamento, coordenação e disciplina da atividade econômica privada; (c) num sentido restrito, é somente o condicionamento normativo da atividade econômica privada (por via de lei ou outro instrumento normativo).

A definição citada também vincula a regulação à atuação estatal. Contudo, além da atuação do Estado na criação de normas restringindo a liberdade dos agentes de mercado, considera como regulação a atuação estatal por meio de outros instrumentos de política econômica ou pública. São exemplos da atuação regulatória para além da criação de regras (comando e controle): os instrumentos de política econômica adotados pelo Banco Central do Brasil (redesconto, depósito compulsório, taxas de juros etc.); as “taxas pigouvianas”, por meio da tributação de externalidades negativas; e a atribuição de direitos de propriedade, por meio da definição de limites de utilização de bens públicos e criação de mercados para sua negociação (*cap-and-trade*); e a imputação de responsabilidade civil.¹⁵

Todas as propostas de definição citadas até aqui têm como ponto em comum a adoção de um critério estritamente formal para a definição de regulação (regulação como criação de normas pelo Estado). Assim, tais definições, apesar de muito difundidas na doutrina jurídica

Washington, DC, EUA; e (c) sobre as falhas de governo, Randy T. Simmons (2011) *Beyond politics: the roots of government failure*. 2ª edição. The Independent Institute: Oakland, CA, EUA.

¹⁵ Mais informações sobre os diversos instrumentos regulatórios em: Ana Maria de Oliveira Nusdeo (2008). O papel dos mercados e dos direitos de propriedade na proteção ambiental. SELA (*Seminario en Latinoamérica de Teoría Constitucional y Política*) Papers. Paper 62. http://digitalcommons.law.yale.edu/yls_sela/62.

nacional, ainda ignoram os critérios materiais para definir quando e porque a regulação deve ser acionada. Estes critérios materiais são analisados pela teoria econômica. Por exemplo, a regulação somente tem fundamento econômico quando (a) existem falhas de mercado¹⁶ no setor regulado (Santacruz, 2001, p. 88; Garcia Jr, 2002, p. 22), (b) “há uma grande discrepância entre o equilíbrio político de forças e a distribuição desregulada de riquezas” (Peltzman, 2004 [1989], p. 121), e (c) é demandada para beneficiar a própria indústria¹⁷ regulada¹⁸ (Stigler, 2004 [1971], p. 25) ou os grupos de consumidores politicamente influentes (Posner, 2004 [1974], p. 69) em detrimento de grupos desorganizados (frequentemente os consumidores).

Outro ponto em comum das definições sugeridas pela doutrina jurídica nacional é que por meio delas não é possível chegar ao núcleo do conceito de regulação, qual seja, a concepção de que: (a) a economia como um todo, ou seus setores, funcionaria como um sistema, organismo ou engrenagem passível de delimitação no tempo e no espaço; (b) este sistema, organismo ou engrenagem precisa ser mantido em equilíbrio para funcionar de forma estável; e (c) este sistema, organismo ou engrenagem pode ser controlado constantemente por meio de alguma ação externa ao próprio sistema, organismo ou engrenagem.

A crítica do parágrafo anterior pode ser feita com base na origem do termo regulação, que foi originalmente utilizado para designar um equipamento desenvolvido durante a revolução industrial para controlar a pressão nas turbinas a vapor utilizadas na Inglaterra no século XVIII. Este equipamento, denominado regulador giratório (*whirling regulator*) transformava o funcionamento das turbinas a vapor em sistemas dinâmicos em que a qualidade da saída dependia de estados anteriores da entrada do sistema. Com isso, o regulador giratório mantinha as turbinas a vapor em funcionamento estável por meio do controle da entrada do vapor na turbina de acordo com a pressão monitorada na saída. O que permitiu que as turbinas funcionassem de modo equilibrado e estável por períodos constantes

¹⁶ São exemplos de falhas de mercado: (a) assimetria de informação, (b) externalidades negativas, (c) risco moral, (d) seleção adversa, (e) poder de mercado, (f) concorrência imperfeita, e (g) risco sistêmico.

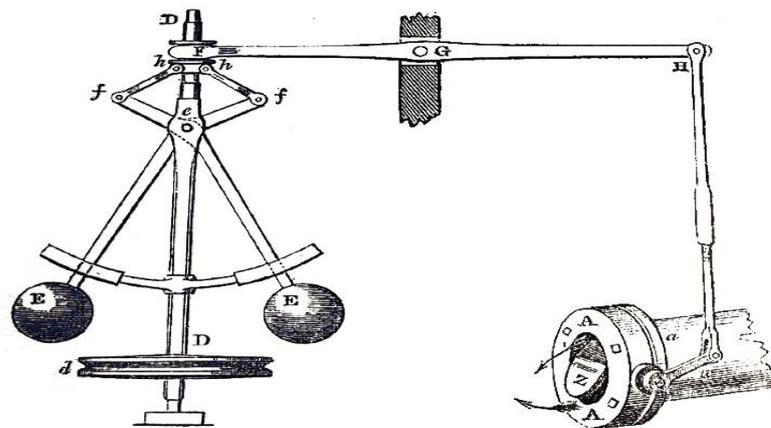
¹⁷ O termo “Indústria” (*industry*) é utilizado em inglês para designar um determinado “mercado” ou “setor” da economia, contudo em português esta utilização do termo indústria seria incorreta tendo em vista que indústria pressupõe transformação e manufatura e mercado pressupõe a oferta de bens e serviços.

¹⁸ Segundo George J. Stigler (2004 [1971]), os participantes de um setor regulado podem demandar do governo quatro formas de benefícios por meio da regulação: (1) a obtenção de subvenção direta em dinheiro; (2) o estabelecimento de controles à entrada de novos concorrentes; (3) criação de restrições aos produtos ou serviços substitutos e de incentivos para a produção dos produtos complementares; e (4) a adoção de políticas de controle de preços.

de tempo. Assim, a ideia de regulação esta umbilicalmente ligada à ação de um fator externo capaz de promover o funcionamento equilibrado de um determinado sistema dinâmico. Depois, com o passar dos anos, o termo regulação se popularizou e passou a ser usado por outras áreas do conhecimento além da engenharia mecânica, tais como na biologia, na economia e no direito.

Para ilustração, segue um esquema do funcionamento do regulador giratório:

Figura 1 – Projeto de Regulador Giratório (*Whirling Regulator*)



The "Whirling Regulator" developed for controlling steam engines (Farey)

Fonte: <http://www.estherlederberg.com/Elmages/Extracurricular/Cloth/FILE0101%20Farey's%20Whirling%20Regulator-Governor%201788.html>. Data do acesso: 20 mai. 2017.

Entre as definições de regulação na doutrina jurídica brasileira que puderam ser analisadas na presente pesquisa, a única que faz referência expressa à ideia de equilíbrio e estabilidade, é a definição proposta por Diogo de Figueiredo Moreira Neto. Segundo este autor (Moreira Neto, 2003b, p. 67):

O conceito mais antigo de função reguladora surge no século XVIII, conotado a mecânica e referido a uma bola de ferro que atuava como uma peça reguladora nas primeiras máquinas a vapor. James Watt tê-la-ia inventado para controlar o equilíbrio da pressão do vapor aquecido e evitar que essas máquinas explodissem, o que as tornou seguras e possibilitou a sua difusão, deflagrando a Revolução Industrial. A ideia de regulação, também conotada a equilíbrio, volta a aparecer no século seguinte, já no âmbito da Biologia, para designar a função que mantém o balanço vital dos seres vivos, um conceito que, mais tarde, se expandiria e se aperfeiçoaria com a descrição da função autopoietica, tendo alcançado as Ciências Sociais, a partir de sua adoção na Teoria Geral dos Sistemas, criada em 1951 por Ludwig von Bertalanfy (hoje considerada Disciplina autônoma como a Ciência dos Sistemas), passando a ser descrita genericamente como função que preserva o equilíbrio de um modelo em que interagem fenômenos complexos. (destaques adicionados)

Por todo o exposto, pode-se definir regulação um tipo de ação constante que restringe ou aumenta a liberdade de agentes econômicos visando equilibrar e estabilizar o funcionamento de um setor do sistema econômico. Para os fins do presente trabalho se considera como equilibrado um setor da economia funcionando sob o menor efeito possível das falhas de mercado e de governo.

Conforme demonstrado pelas propostas de definição citadas tradicionalmente se considera que este agente – externo ao sistema –, porém capaz de mantê-lo em funcionamento constante, equilibrado e estável é o Estado, que atuaria por meio da normatização da economia realizada com base em regras¹⁹ estabelecidas por meio de legislação ou normatização administrativa realizada com fundamento nos princípios da ordem econômica e financeira previstos nos artigos 170 a 181 e 192 da CF/88. Esta perspectiva torna a regulação como uma função essencialmente estatal. Porém, tal análise ignora a possibilidade de determinados setores de a economia serem regulados pelos próprios agentes de mercado. Ou seja, serem “autorregulados”, o que gera uma série de problemas e soluções próprias e, conseqüentemente, uma série de implicações jurídicas que serão analisadas ao longo do presente trabalho.

A disseminação recente do estudo sobre regulação se deu em paralelo ao recente estudo do fenômeno da funcionalização do direito,²⁰ por meio dos quais vários institutos tradicionais do direito passaram a ser interpretados ou reinterpretados com base em sua necessidade ou capacidade de servir como meios para atingir certos fins. Com isso, as antigas concepções de “poderes” ou “poderes-deveres” (que ainda mantinham algum resquício da visão de onipotência e autoritarismo da atuação da administração pública) passaram a ser estudados como “funções” a ser obrigatoriamente desempenhadas pelo Estado para consumação do interesse público.

¹⁹ Todavia, deve-se ressaltar que, apesar da regulação se dar majoritariamente por meio da imposição de regras (comando e controle, *rule based regulation*), é possível que o equilíbrio no funcionamento de um determinado setor da economia, base da regulação, seja buscado por outros instrumentos regulatórios (*non-rule based regulation*). A definição periódica da taxa Selic pelo Conselho Monetário Nacional é um exemplo de regulação não baseada em regras no mercado financeiro.

²⁰ Influenciado pelas obras de Norberto Bobbio (2007) *Da Estrutura à Função: Novos estudos de teoria do direito*. Baueri: Manole; e, no direito civil, de Pietro Perlingieri (2002) *Perfis de Direito Civil: introdução ao direito civil constitucional*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar.

Neste contexto, a regulação passa a ser estudada no Brasil como uma das funções estatais, ou seja, como uma das formas pelas quais o Estado deve exercer seus “deveres-poderes” na medida estritamente necessária para a consecução de determinados objetivos de comprovado interesse público²¹ (Souto, 2005, p. 40; Souto, 2008; Binenbojm; 2016, p. 160). Segundo Freire (2008, p. 50), o conceito de função é definido como:

o dever que alguém tem de, manejando certos poderes meramente instrumentais, atingir uma finalidade alheia. Haverá função estatal quando o sujeito citado for o Estado e quando a finalidade a ser atingida for o interesse público consagrado na ordem jurídica. (...) O conceito de função é nuclear no direito público. Dele se extraem várias consequências jurídicas fundamentais. A partir do conceito de função, por exemplo, percebe-se que o Estado não tem simplesmente poderes em relação aos indivíduos, mas principalmente deveres.

1.1.1 Tipos de regulação

Uma importante distinção que precisa ser feita sobre regulação é a identificação de que existem tipos diferentes de regulação baseadas em diferentes escopos, estruturas institucionais e formas de atuação do Estado regulador sobre o setor regulado. Para os propósitos do presente trabalho, pode-se identificar: a regulação profissional, a regulação setorial (subdividida em regulação técnica e regulação econômica) e a defesa da concorrência.²²

A regulação profissional visa estabelecer os critérios para o ingresso e para o exercício da profissão e as regras deontológicas para o relacionamento com os demais membros integrantes daquela categoria profissional. Assim, a regulação das profissões cuida dos requisitos de conduta e de disciplina profissional (Moreira, 1997, p. 136).

A regulação econômica trata dos critérios e padrões de atuação necessários para o funcionamento de um determinado setor (ou *mercado*) da economia. Neste diapasão a regulação estende-se por todas as questões econômicas relevantes, tais como o acesso à

²¹ Em relação exclusivamente ao Estado, o direito administrativo contemporâneo também reinterpreta a noção de interesse público para esclarecer que o conceito de interesse público é diferente do conceito de interesse do Estado; de modo que não haveria um único interesse “público” como sinônimo de “estatal”, mas sim vários “interesses públicos” dos quais o Estado seria apenas um de seus defensores. Mais detalhes em Gustavo Binenbojm (2005). Da supremacia do interesse público ao dever de proporcionalidade: um novo paradigma do direito administrativo. In. *Revista de Direito Administrativo*, nº 239. Rio de Janeiro, p. 1-32. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/43855/44713>. Data de acesso em: 23 jul. 2017.

²² A inclusão da normatização e disciplinamento da concorrência como regulação é questionável pelo caráter transversal e abrangente da atuação das instituições de defesa da concorrência, ao passo que os reguladores costumam ter atuação vertical e específica por setor.

atividade e o controle da produção (inclusive quantitativo), de preços e da distribuição dos produtos ou serviços ofertados no mercado regulado (Moreira, 1997, p. 136).

A regulação técnica, por sua vez, tem como escopo estabelecer os critérios de segurança e qualidade para o oferecimento de produtos ou serviços específicos. A defesa da concorrência tem como objetivo evitar a ocorrência de infrações à livre concorrência e manter um ambiente de justa competição entre todos os participantes de um determinado setor da economia. Deste modo, é possível diferenciar a regulação da defesa da concorrência com base, ainda, no momento de atuação (*ex ante*, para a regulação, e *ex post*, para a defesa da concorrência), na racionalidade da atuação (contínua, para a regulação, e pontual, para a defesa da concorrência) e nível de especialização em matéria concorrencial e nas especificidades setoriais. Em virtude destas diferenças as autoridades da concorrência apresentam um risco de captura pelo setor regulado mais baixo do que o apresentado pelos órgãos reguladores setoriais (Marques, Almeida e Forte, 2005, p. 21).

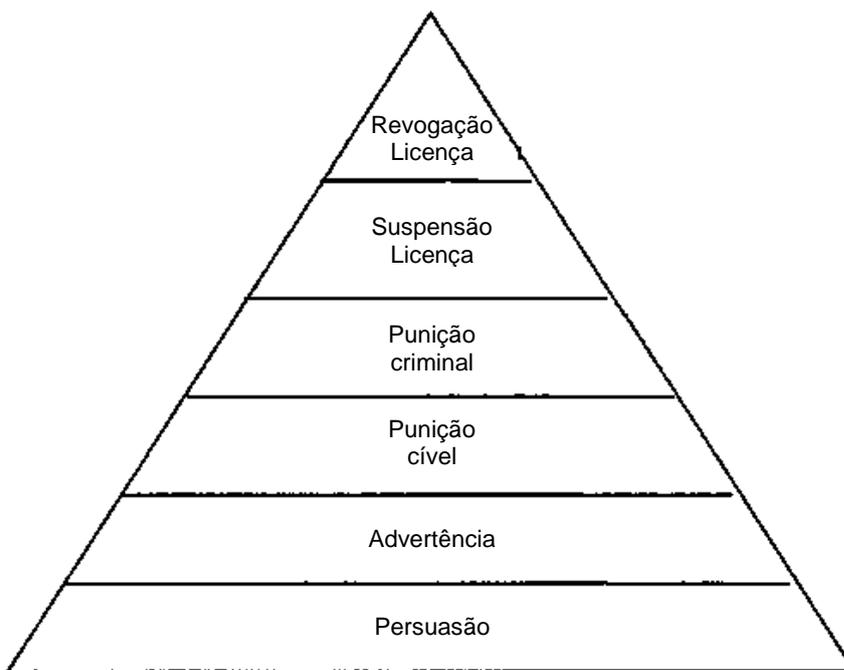
Cada tipo de regulação tratado nos parágrafos anteriores tem seus próprios instrumentos de atuação. Porém, o método mais tradicional e adotado por formas de regulação é o comando e controle. Nesse método o regulador estabelece regras de conduta, monitora seu cumprimento e aplica penalidades em caso de descumprimento. Todavia, é possível que sejam utilizados outros instrumentos mais adequados para cada tipo de regulação a ser implantada, para cada setor regulado e para cada objetivo de política regulatória implementada. Por exemplo, a regulação técnica pode se valer do estabelecimento de parâmetros mínimos de desenvolvimento técnico a serem observados na fabricação de determinados produtos ou no projeto de espaços destinados para a realização dos processos de fabricação (comando e controle). Ao passo que a regulação econômica pode utilizar-se de incentivos (*market incentives*), criação de direitos de propriedade e mercados (*entitlements, cap-and-trade*), e imposição de taxas sobre externalidades negativas (taxas pigouvianas) e a imputação de responsabilidade²³.

²³ Segundo Susan Rose-Ackerman (2010), a imputação de responsabilidade como instrumento de regulação apresenta algumas falhas de incentivos, por exemplo, (i) apenas funciona como mecanismo de “*deterrence*” (capacidade de impedir) até o limite da capacidade de adimplemento do possível responsável, limite que pode ser facilmente superado em casos de danos elevados; e (ii) confere tratamento igual para os regulados que pontualmente infringiram regras ou causaram danos e para os que descumprem regras ou causam danos contumazmente.

Lobel (2004b), Esty (1999), Freeman (1997, 1999 e 2003) e Ayres e Braithwaite (1992), entre outros, vêm defendendo a necessidade de superação do modelo tradicional de regulação exclusivamente por meio de instrumentos de comando e controle e da imputação de responsabilidade. Para estes autores, alinhados à corrente teórica denominada de *new governance*, existiria uma ‘terceira via’ no debate entre a desregulação e a regulação estatal. Para eles a ‘terceira via’ seria o reconhecimento e o aumento da importância da participação de indivíduos e instituições privadas (com ou sem fins lucrativos) na regulação. Um exemplo de prática alinhada com esta ‘terceira via’ seria a adoção voluntária por instituições privadas de códigos de conduta e melhores práticas.

O reconhecimento da possibilidade de agentes privados atuarem na regulação torna o ambiente institucional regulador mais sofisticado (pois agora conta com as instituições públicas e as instituições privadas) e, portanto, torna mais complexo o exercício da função regulatória. À guisa de esclarecimento, vale comentar a seguir a pirâmide de estratégias de *enforcement* da regulação e a pirâmide regulatória proposta por Ayres e Braithwaite (1992, p. 35) e a pirâmide regulatória expandida proposta por Gunningham, Grabosky, Sinclair (1999, p. 398).

Figura 2 – Pirâmide de estratégias de *enforcement* da regulação

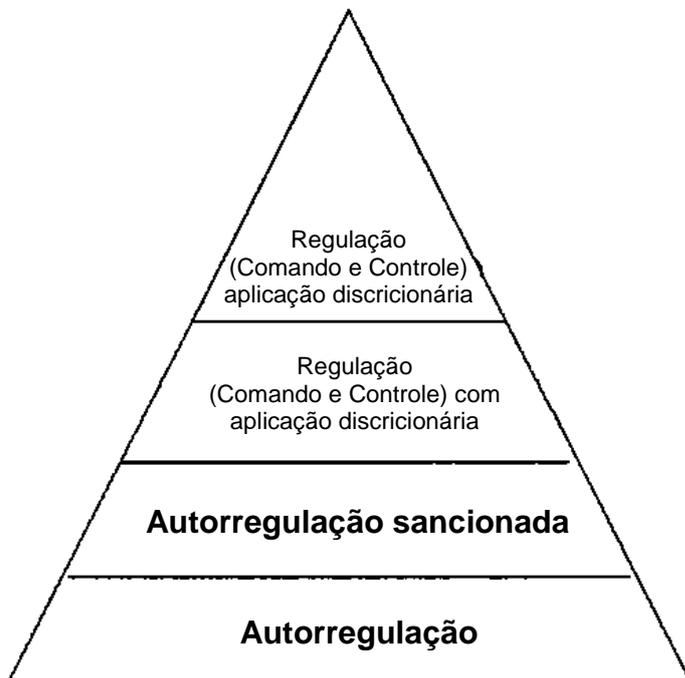


Fonte: Ayres, Ian; Braithwaite, John (1992; p. 35). *Responsive regulation: transcending the deregulation debate*. Nova York: Oxford University Press.

A pirâmide ilustra as bases da posição dos autores que fundamentam a defesa da participação de agentes privados na regulação pública. Assim, o reconhecimento de que podem ser adotados instrumentos regulatórios com níveis diferentes de severidade – ao contrário da postura tradicional da regulação com instrumentos únicos (geralmente a atuação rígida de comando e controle e aplicação de penalidades) – permitiria a participação de agentes privados na regulação atuando por meio de instrumentos persuasivos, localizados nos níveis inferiores da pirâmide de *enforcement* e com baixo impacto na esfera jurídica e econômica dos regulados.

A partir desta constatação, Ayres e Braithwaite (1992, p. 39) propõem que a autorregulação pode ocupar um papel no quadro geral da regulação de um determinado setor, atuando na base da pirâmide (*soft law*) e em casos e situações que não demandariam a atuação estatal mais intensa (*hard law*), que é ilustrado na Figura 3.

Figura 3 – Pirâmide regulatória

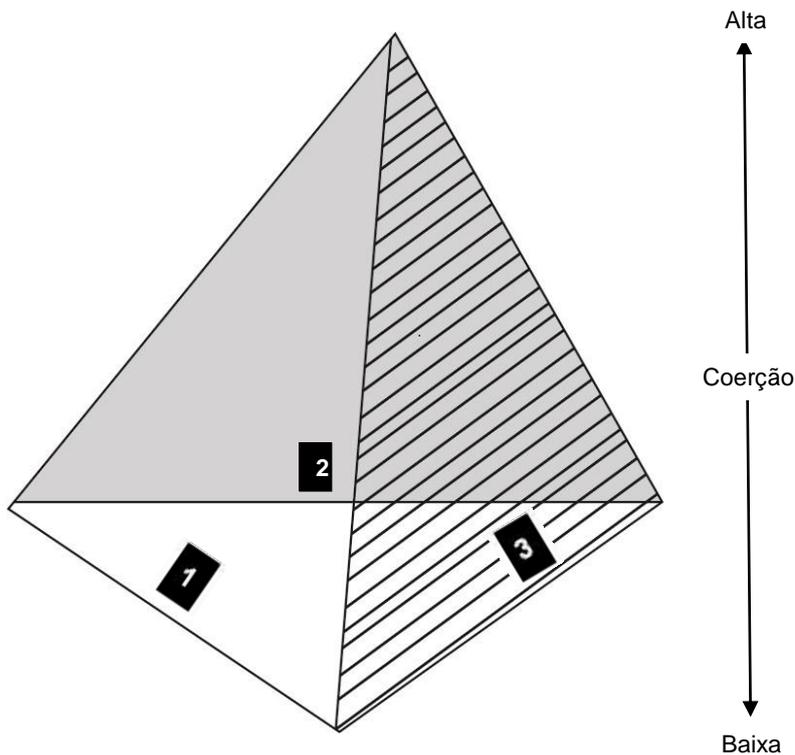


Fonte: Ayres, Ian; Braithwaite, John (1992). *Responsive regulation: transcending the deregulation debate*. Nova York: Oxford University Press.

A partir do conceito de pirâmide regulatória indicado, Gunningham, Grabosky e Sinclair (1998) propõem um modelo mais radical de inter-relação entre agentes públicos e privados na regulação. Para estes autores, a participação privada na regulação não estaria confinada (i) a considerar, apenas, a atuação dos agentes do mercado regulado (instituições privadas com fins lucrativos) na regulação do setor; e (ii) a considerar, apenas, a atuação destes agentes na base de uma pirâmide única composta de instrumentos privados e menos intensos na base e públicos e mais intensos nos níveis intermediários e superiores. Logo, propõem que cada uma das esferas (pública), empresarial (privada com fins lucrativos) e a sociedade civil (privada sem fins lucrativos) têm uma área ou âmbito específico de regulação, com instrumentos próprios mais ou menos intensos. No modelo teórico de regulação proposto por estes autores, chamado de “*smart regulation*”, o papel da regulação e do Estado regulador seria encontrar o ponto ótimo de combinação e interface entre estes agentes e instrumentos na regulação. Para ilustrar o argumento, propõem o modelo de pirâmide regulatória expandida.

Figura 4 – Pirâmide regulatória expandida





Fonte: Gunningham, Neil; Grabosky, Peter; Sinclair, Darren (1998, p. 398). *Smart regulation: designing environmental policy*. Nova York: Oxford University Press.

Ainda segundo estes autores, a *smart regulation* teria como características: (i) a atenção às circunstâncias específicas do setor; (ii) a intersetorialidade; (iii) a consideração de iniciativas/regras privadas no arranjo regulatório (*private ordering, self-regulation, co-regulation, surrogate regulators*); (iv) a criação de redes de regulação e governança; (v) a combinação de vários instrumentos (comando e controle, incentivos, instrumentos de mercado, sanções premiaias etc.); e (vi) foco no produto final da interação entre agentes e instrumentos na regulação (“*regulatory mix*”).

Ao incluir na função ou atividade regulatória, as instituições e instrumentos privados, com os órgãos e instrumentos estatais, o modelo proposto de “*smart regulation*” apresenta características de pluralismo²⁴ regulatório. Ou seja, de um modelo de regulação que reconhece que o Estado não é o único (ou o mais importante) polo de produção e controle da regulação. Neste sentido, Gunningham e Sinclair (2017, p. 133) esclarecem que:

²⁴ O conceito de *pluralismo* jurídico, assim como o conceito de regulação, é polissêmico e vem sendo utilizado para designar concepções diferentes sobre o que *é* ou *pode ser* considerado como Direito. Porém, todos estes conceitos têm como traço comum a defesa de uma aparente ‘superação’ do conceito de *monismo* jurídico, a ideia de que o direito (e, conseqüentemente, a regulação da vida social) produzido pelo Estado é o único direito vigente.

Gunningham *et al.* (1998) defenderam inicialmente o conceito de ‘smart regulation’ em um livro com esse título publicado em 1998. Posteriormente, o conceito foi refinado em várias publicações de Gunningham e Sinclair (1999a, 1999b, 2002). O termo refere-se a **uma forma de pluralismo regulatório que engloba formas flexíveis, imaginativas e inovadoras de controle social**. Ao fazê-lo, aproveita o governo, bem como as empresas e o terceiro setor. Por exemplo, abrange a **autorregulação** e a **co-regulação**, usando interesses comerciais e de organizações não governamentais (ONGs) (bem como as associações de classe) como reguladores substitutos, junto com o aprimoramento da eficácia e eficiência de formas mais convencionais de regulação governamental direta. O raciocínio subjacente é que, na maioria dos casos, o uso de políticas variadas e uma gama mais ampla de atores reguladores em vez de instrumentos únicos, produzirá melhor regulação.²⁵ (Grifou-se)

O modelo de “*smart regulation*” proposto por Gunningham, Grabosky e Sinclair (1998) e Gunningham e Sinclair (2017) apresenta uma entre várias propostas teóricas formuladas a partir da década de 1990 para tentar mudar o modo de atuação da regulação jurídica da vida social (e da regulação econômica em particular). Como o direito determina a forma pela qual os instrumentos de regulação serão estruturados (Coutinho, 2013), a mudança na concepção e no formato adotado para a *regulação* necessariamente implica mudança na forma de conceber a relação entre o sistema jurídico, o Estado e a sociedade.

O modelo de “*smart regulation*” foi escolhido como exemplo desta tendência “pluralista” de regulação jurídica da atividade econômica por resumir as características presentes em outras propostas teóricas que defendem maior participação de instituições privadas na regulação (Freeman, 1999) (Freeman, 2003), a perda do papel central do Estado na regulação (Black, 1997) (Silva, 2010) e, conseqüentemente, a diluição da ideia de que o único direito *válido* seria aquele produzido pelo Estado e que a única *forma* de regulação seria a hierárquica. Neste sentido, verifica-se a existência de propostas teóricas recentes que afastam a imagem de “pirâmides” tanto para demonstrar graficamente o sistema jurídico (Ost, 2002) quanto a estrutura institucional da regulação (Guerra, 2012) (Gardella; Bohórquez, 2014).

²⁵ No original, “Gunningham et al. (1998) first advocated the concept of ‘smart regulation’ in a book of that title in 1998. Subsequently, the concept has been refined in various publications by Gunningham and Sinclair (1999a, 1999b, 2002). The term refers to a form of regulatory pluralism that embraces flexible, imaginative and innovative forms of social control. In doing so, it harnesses governments as well as business and third parties. For example, it encompasses self-regulation and co-regulation, using commercial interests and non-governmental organizations (NGOs) (such as peak bodies) as regulatory surrogates, together with improving the effectiveness and efficiency of more conventional forms of direct government regulation. The underlying rationale is that, in the majority of circumstances, the use of multiple rather than single policy instruments, and a broader range of regulatory actors, will produce better regulation”.

1.2 O conceito de autorregulação

Uma vez introduzido o conceito de regulação no item anterior é necessário estabelecer os contornos do conceito de autorregulação que norteou a pesquisa. Em termos simples, a autorregulação seria a regulação feita fora do Estado. Ou seja, a autorregulação seria criação de regras, fiscalização e a aplicação de penalidades por pessoas naturais ou instituições constituídas como pessoas jurídicas de direito privado, com ou sem fins lucrativos.

Assim, no presente tópico tentar-se-á definir o conceito de autorregulação e como este fenômeno se manifesta na vida social e pode ser interpretado juridicamente. Inicialmente, é preciso esclarecer que autorregulação não se confunde com o argumento da atuação de uma “mão invisível” do mercado proposta por Adam Smith (Calabro, 2011, p. 19). Ou seja, autorregulação não é igual ao *laissez faire laissez passer*. A autorregulação analisada no presente trabalho implica regulação ativa e direcionada por instituições privadas, o que é diferente de uma defesa do argumento de que a economia tende a se organizar como produto da interação das forças de oferta e demanda. A autorregulação ora tratada pode, inclusive, ser altamente institucionalizada (Silva; 2012, p. 160), pois significa a realização de regulação (não necessariamente por meio exclusivo da criação de regras, que são um dentre outros instrumentos regulatórios) por instituições privadas que podem ter sido constituídas exclusivamente para o exercício desta finalidade (caso da BSM) ou exercer a autorregulação em conjunto com suas outras atividades (caso da CETIP S.A. – Mercados organizados).

Existem quatro fontes de confusão para definir a autorregulação: (a) definir o conteúdo do conceito de “regulação”; (b) definir o que ou quem é o “auto”, (c) identificar a natureza do envolvimento do Estado; e (d) identificar as características da instituição autorreguladora (Black, 1996, p. 26; Brenneke, 2016, p. 49). Em relação ao conceito de regulação, indicado na letra (a), tentou-se esclarecê-lo no item anterior. As demais fontes de confusão serão tratadas neste item.

Segundo Julia Black (1996), o termo autorregulação em si não denota nenhuma relação específica com o Estado. O que, segundo esta autora, contrasta com a corrente de pensamento que identifica a autorregulação apenas como uma espécie do gênero

“corporatismo” ou neocorporativismo (Birkinshaw, Lewis e Harden, 1990, p. 3). Para estes autores, as instituições privadas autorreguladoras seriam as partes híbridas do Estado.

Ainda segundo esta autora, existem quatro possibilidades de classificação da autorregulação de acordo com o nível de envolvimento do Estado no estabelecimento do arranjo institucional da autorregulação: a autorregulação (a) mandatada (*mandated*), (b) sancionada (*sanctioned*), coagida (*coerced*) e voluntária (*voluntary*).

A autorregulação mandatada é aquela em que o próprio Estado determina o estabelecimento de instituições autorreguladoras de mercado e de modo direto (explícito ou formal) ou indireto (tácito ou informal) fundamenta ou confere um verniz de legalidade/legitimidade à implantação do regime autorregulatório.

São exemplos de autorregulação mandatada no mercado de capitais brasileiro a constituição (a) em 2013, do Comitê de Aquisições e Fusões – CAF. Este comitê foi criado por AMEC, ANBIMA, BM&FBOVESPA (atual B3) e IBGC a “pedido” da CVM depois que a revisão das regras de autorregulação do Novo Mercado no sentido almejado pela CVM falhou; e (b) em 1984, da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos – CETIP (atual Segmento CETIP UTVM da B3), uma associação civil sem lucrativos autorreguladora e administradora do mercado de títulos privados. A CETIP foi constituída por instituições participantes do mercado de títulos privados após o “apoio” conferido pelo CMN por meio do voto nº 188, de 1984.^{26,27}

²⁶ O número 188 corresponde ao item na pauta da reunião do CMN em que teria sido dada a autorização para constituição da CETIP. Porém, não foi possível consultar esta ata nos bancos de dados públicos, porque o extrato das atas das reuniões do CMN somente passaram a ser publicados em janeiro de 1995, após a entrada em vigor do Decreto nº 1.307, de 9 de novembro de 1994, que aprovou o Regimento Interno do CMN e tornou obrigatória a publicação das atas (artigo 33). Fonte: <http://www.bcb.gov.br/?cmnatas2003>. Data de acesso: 15 nov. 2017.

²⁷ Ainda que a realização de uma análise política da atuação do Estado brasileiro nestes dois períodos históricos esteja fora do escopo da presente pesquisa, é curioso notar que a burocracia reguladora do mercado financeiro “autorizou” a constituição de associações civis autorreguladoras de forma semelhante tanto em um contexto ditatorial quanto em um contexto democrático. Para uma análise detida sobre o déficit democrático da regulação do Sistema Financeiro Nacional – SFN, ver a tese de doutorado em direito econômico de Jean-Paul Cabral Veiga da Rocha (2004) “A capacidade normativa de conjuntura no direito econômico: o déficit democrático da regulação financeira” apresentada perante o Programa de Pós-Graduação *Strictu Sensu* da Faculdade de Direito da USP.

Na autorregulação sancionada²⁸ as regras aprovadas pelos autorreguladores são aprovadas pelo Estado antes ou depois de sua entrada em vigor. Seriam exemplos de autorregulação sancionada no mercado de capitais brasileiro a constituição da BSM e da Diretoria de Autorregulação da CETIP. Os estatutos sociais que determinaram a constituição e a organização dessas instituições autorreguladoras, bem como as regras por elas produzidas, dependem de aprovação pela CVM nos termos do parágrafo único do artigo 15 e do inciso X do artigo 118 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007. Neste sentido,

Art. 15. Caberá à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, o seguinte:

(...)

Parágrafo único. A CVM poderá recusar a aprovação das regras ou exigir alterações, sempre que as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, ou contrárias a disposição legal ou regulamentar, observado, quanto à exigência de alterações, o procedimento descrito no Capítulo VIII.

Art. 118. Além das competências descritas nesta Instrução, a CVM pode, em relação a quaisquer dos mercados regulamentados de que trata esta Instrução:

(...)

X – recusar a aprovação de regras ou procedimentos, ou exigir alterações, sempre que os considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado organizado de valores mobiliários, ou contrários a disposição legal, ou regulamentar.

Além das disposições regulamentares, vale ressaltar que o parágrafo único do artigo 17 da lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, estabelece que as entidades administradoras de mercado de bolsa de valores, mercadorias e futuros ou de balcão organizados de valores mobiliários são “órgãos auxiliares” da CVM. Este dispositivo é considerado por alguns autores (Ferraz, 2012, p. 94) (Calabro, 2011, p. 10) o fundamento legal para a atuação da autorregulação praticada pela B3. Segundo estes autores, a expressão “órgãos auxiliares” seria suficiente para tornar a autorregulação realizada por estas instituições no Brasil como autorregulação de “base legal”.

A autorregulação coagida ocorreria quando a autorregulação é implantada pelos agentes do mercado regulado como um meio de impedir ou se antecipar à criação de regras pelo próprio Estado. A premissa para a autorregulação coagida ou mandatada é que os agentes de mercado estariam mais propensos a seguir regras criadas por “eles próprios” (portanto, “endógenas” ao próprio setor regulado) do que regras criadas pelo Estado. Ou seja, regras “exógenas” ao setor regulado (heterorregulação). A distinção entre a regulação praticada pelo

²⁸ Na experiência inglesa de autorregulação do mercado de capitais pode ser citada a criação do *Securities Investment Board* – SIB em 1985.

próprio mercado regulado ou pelo Estado fundamenta distinção entre a autorregulação e a heterorregulação.

Pode-se citar como exemplo de autorregulação coagida no Brasil (i) a criação da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro – ANDIMA, na década de 1970, como resposta às crises do petróleo (1973, 1979), do câmbio (desvalorização do dólar e perda da paridade com o ouro (1971), inflação); e (ii) nos anos 2000, a criação e atualização das regras dos níveis diferenciados de governança corporativa²⁹ da Bovespa (atual B3), como resposta às crises de confiança nos sistemas de governança corporativa do mercado acionário brasileiro, no mercado de ações³⁰ e em atendimento à necessidade de atração de capital estrangeiro para fomentar mercado de ações. Nestes dois momentos havia a percepção dos agentes de mercado que a regulação estatal era “ruim” ou “ineficiente”.

Segundo Nelson Eizirik (1977), nos casos de autorregulação mandatada, coagida ou sancionada haveria um “conteúdo jurídico”. Para este autor o conteúdo jurídico da autorregulação decorreria da aprovação legal conferida pelo sistema jurídico estatal para o estabelecimento de regras em sede autorregulação.

Por fim, a autorregulação voluntária seria aquela em que as regras são criadas pelos agentes participantes do grupo autorregulado sem a participação do Estado. Pode-se citar como exemplo de autorregulação voluntária no mercado de capitais brasileiro, o surgimento da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA em decorrência da fusão entre a ANBID e a ANDIMA ocorrida em 2009. Em linhas gerais, a ANBIMA é a atual autorreguladora do mercado brasileiro de fundos de investimento e da atuação das instituições financeiras, bancárias e não bancárias, na prestação de serviços no mercado de capitais (custódia, controladoria, escrituração, gestão de carteiras e distribuição de valores mobiliários etc.). A ANBIMA tem atualmente 10 códigos de autorregulação.³¹ A autorregulação realizada pela ANBIMA é voluntária porque não teria sido *reconhecida* oficialmente por ato estatal.

²⁹ Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

³⁰ Por exemplo, entre os anos de 1996 e 2001, 110 companhias fecharam capital, de modo que o número de sociedades anônimas listadas em bolsa passou de 550 para 440. Fonte: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html. Data de acesso: 11 jan. 2018.

³¹ Mais informações na Tabela 1.

Cita-se, ainda, como fonte adicional de confusão para a definição do conceito de autorregulação, o fato deste também ser um conceito polissêmico e utilizado em áreas diferentes para designar fenômenos diferentes. Por exemplo, o termo autorregulação pode ser utilizado para fazer referência à atuação (a) dos órgãos técnicos de aferição da qualidade e segurança de produtos (INMETRO), (b) das associações de classe que oferecem serviços de certificação de distinção de produtos ou profissionais (ABRINQ, ABIC, ISO, FSC, CGA), (c) das instituições que “recebem” autorização para o exercício de funções estatais (credenciadas), inclusive o exercício de poder de polícia do Estado (BSM), (d) das associações que exercem de forma voluntária a regulação técnica e econômica de um determinado setor (ANBIMA).

Contudo, no caso da autorregulação analisada na presente pesquisa, que é altamente institucionalizada,³² não se fala de criação de regras pelos próprios agentes, mas sim de regulação criada e implantada por profissionais atuantes exclusivamente na autorregulação. Deste modo, a rigor, não são os “próprios” agentes de mercado que se “autorregulam”. Mas sim, membros de uma burocracia técnica privada instituída por associações de sociedades empresárias e profissionais atuantes no mercado. Em outros países, como a Inglaterra, por exemplo, existe a possibilidade de rodízio, com membros dos setores regulados trabalhando temporariamente na autorregulação e depois retornando para suas antigas atividades profissionais, procedimento denominado *secondment*.

Também se destaca que uma das dificuldades da definição do conceito de autorregulação está em estabelecer o que ou quem é o “auto” da autorregulação. Quando se fala em autorregulação é intuitivo pensar que se trata da regulação feita pelos próprios agentes do mercado regulado (os autorreguladores) para eles mesmos (os destinatários das regras da autorregulação são os mesmos que criaram as regras da autorregulação). Contudo, o que se vê, na prática atual dos mercados financeiro e de capitais brasileiro, é que a autorregulação é criada por alguns membros de um determinado segmento do setor regulado para todos os membros daquele setor ou, até mesmo, para membros de outras categorias profissionais ou

³² Entende-se por altamente institucionalizada o significativo número de instituições, códigos e regras criados pela autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro nos últimos vinte anos, que demonstra uma complexidade institucional nas estruturas de autorregulação do mercado financeiro existentes atualmente. Ver, por exemplo, a Tabela 1.

agentes atuantes em outros setores da economia mais ou menos vinculados com o setor da economia onde atuam os autorreguladores.

Por exemplo, ver a autorregulação realizada pela bolsa de valores (DRE da B3 e BSM), cujos destinatários das regras são tanto as instituições e intermediárias participantes do mercado de bolsa quanto às companhias abertas cujas ações são listadas para negociação no mercado de bolsas de valores.

Por um lado, as instituições intermediárias podem ser consideradas como integrantes do prefixo “auto”, pois são as instituições autorizadas a participar do mercado de bolsa de valores.³³ Por outro lado, as companhias abertas cujas ações são listadas para negociação no mercado de bolsa de valores e os agentes autônomos de investimento é possível considerá-los fora da abrangência do prefixo “auto” da autorregulação do mercado de bolsa de valores, dado que compõem outros segmentos da economia e categorias profissionais. Porém, apesar de não serem eles os intermediários autorizados a negociar no mercado organizado de valores mobiliários, são destinatários de uma série de regras criadas, fiscalizadas e aplicadas pelo DRE da B3 e ou pela BSM.

Segundo Brenneke (2016, p. 23), existe ainda uma confusão adicional para definir o conteúdo do conceito de autorregulação: as características internas da instituição autorreguladora. Segundo esta autora, o fato de as instituições autorreguladoras terem natureza jurídica de direito privado, dependerem de sua reputação para o exercício eficaz de suas atividades na autorregulação, poderem exercer várias funções além da autorregulação (associações de classe, representação de interesses setoriais ou corporativos, por exemplo) e adotarem diferentes características internas de funcionamento cria dificuldades adicionais na instalação e manutenção de um modelo de autorregulação. Em complemento aos pontos identificados por esta autora, é possível inferir que esta multiplicidade de formas organizativas e desafios próprios limitam a possibilidade de estabelecimento de um modelo jurídico único de constituição, atuação e funcionamento das instituições autorreguladoras.

³³ Apesar de não ser mais as titulares da totalidade do capital social da B3, que desde a desmutualização tem o capital social pulverizado e negociado na própria B3.

Além da complexidade para definir a autorregulação indicadas, podem ser acrescentadas: a falta de experiência de uma determinada instituição privada na regulação; a eventual pressão na implantação de um regime de autorregulação em resposta a crises cíclicas de confiança; a legitimidade democrática da atuação das instituições autorreguladoras; os conflitos de agência entre a autorregulação e, no caso da autorregulação mandatada ou sancionada, o objetivo de política pública traçado pelo regulador do setor autorregulado e a dificuldade de atendimento pelos autorreguladores de padrões de atuação definidos pelo Estado.

A autorregulação também não se confunde com a criação de regras ou códigos contendo deveres de natureza ética de uma classe profissional ou de apenas uma instituição privada, associação civil ou sociedade empresária. Isso porque a autorregulação tem sempre um perfil coletivo (ou *extroverso*). Ou seja, as regras da autorregulação são voltadas para um grupo de pessoas, atividades ou profissionais e não apenas para uma instituição ou para pessoas vinculadas a uma única instituição privada.

Com isso, conforme Pollack (1979, p. 58), tem-se a distinção entre os conceitos de autorregulação e governança (ou regulação de terceira ordem), pois o termo governança representa um conjunto de práticas ou regras voltadas para regular a vida interna de uma instituição (Wald, 2002).

O termo “governança” costuma ser utilizado sem o devido cuidado. Por exemplo, quando referido à atuação estatal (governança pública), é por vezes utilizado com o significado de maior participação dos particulares na elaboração de políticas públicas (Gonçalves, 2006, p. 8); de novos arranjos regulatórios, como, por exemplo, defendem os teóricos da *new governance* (Freeman, 2000, p. 674); e de novas formas de busca de *accountability* e legitimidade para a atuação da burocracia estatal. Por outro lado, quando utilizado como referência à atuação de instituições privadas, é geralmente utilizado para designar a adoção de regras internas que estruturam o exercício do poder político e econômico no âmbito interno das instituições privadas e sociedades empresárias (Wald, 2002, p. 55).

No presente trabalho, o termo governança (ou, ainda, governo ou governação das instituições privadas) é utilizado para designar a criação de regras internas e exclusivas para uma instituição ou grupo econômico ou societário. O que Irving Pollack (1979, p. 58) chama

de regulação de terceiro nível. Em complemento com a regulação estatal (de primeiro nível) e com a autorregulação privada coletiva (de segundo nível).³⁴

Adicionalmente, destaca-se que a autorregulação geralmente é contraposta à regulação estatal na forma de um debate entre, de um lado, regulação estatal (como sinônimo de comando e controle, hierarquia e conflito entre o Estado regulador e os regulados) e, de outro, a autorregulação (como sinônimo de colaboração, consensualidade e flexibilidade). Porém, este suposto conflito, nestes termos, parece ser um falso dilema na medida em que tanto a regulação quanto a autorregulação podem ser implementadas por meio de instrumentos mais ou menos consensuais, flexíveis e colaborativos.³⁵ Assim, a autorregulação não será necessariamente mais flexível na regulação privada de um determinado setor se utilizar basicamente os mesmos tipos de instrumentos de comando e controle utilizados pelo órgão regulador estatal ou se os autorreguladores adotarem uma postura adversarial e hierárquica em relação às instituições privadas autorreguladas.

Conforme visto, a autorregulação pode se dar com ou sem a participação do Estado. Nesse segundo caso, estar-se-ia diante de um caso de autorregulação puramente privada ou propriamente dita. Por outro lado, com a participação do Estado, os níveis de envolvimento poderiam variar desde ameaças de regulação pelo Estado (na autorregulação coagida), incentivos do Estado à regulação privada (na autorregulação sancionada) ou até a obrigatoriedade de estabelecimento de um arranjo autorregulatório privado (na autorregulação mandatada). Alguns autores, Trindade e Santos (2009), Silva (2010), Donaggio (2016), consideram que nos casos em que a autorregulação é estabelecida com algum nível de participação do Estado não se estaria mais diante de um caso de autorregulação, mas sim de um caso de “corregulação” ou “regulação regulada”, em que o Estado e as instituições privadas participantes compartilham “competências regulatórias” e o Estado assume a responsabilidade não por estabelecer e implementar a regulação substantiva do setor regulado,

³⁴ Em sentido semelhante, Julia Black (1997, p. 136), propõe o conceito de contrato regulatório (*regulatory contract*) para designar a ideia de que as autoridades reguladoras concordam em não intervir detalhadamente nas operações das instituições privadas reguladas para, em troca, receber um nível de *compliance* que vai além da obediência aos estritos termos da regulação. A forma de obter este nível superior de adesão a padrões mais elevados de comportamento seria através de práticas internas de governança. Em sentido contrário, Ayres e Braithwaite (1992, p. 101) consideram como autorregulação regulada (*enforced-self regulation*) a criação de regras voltadas para uma instituição específica via negociação com o regulador estatal.

³⁵ Ver, por exemplo, a pirâmide de enforcement regulatório citada anteriormente.

mas sim fiscalizar o exercício da autorregulação realizada pelos agentes de mercado (*meta-regulation*).

O reconhecimento de que a autorregulação institucionalizada e organizada da forma como se observa hoje dá origem a uma espécie de administração não estatal e, conseqüentemente, do seu correspondente campo de estudos jurídicos, o direito administrativo não estatal (Binenbojm, 2016), e reforça a ideia que a autorregulação, assim como a administração pública, tem um sentido extroverso de atuação. Porém, ao contrário da administração pública, cuja atuação tem sentido extroverso e introverso (poder administrativo disciplinar), quando se fala em atuação introversa por instituições autorreguladoras constituídas como pessoas jurídicas de direito privado, estar-se-ia falando em códigos de conduta interna (Saddy, 2015) ou de poder disciplinar das instituições privadas (Gressaye e Légal, 1938) (Donaggio, 2016) ou de nova governança (Hirsch, 2010). No âmbito interno de uma instituição, o exercício do poder disciplinar tem natureza jurídica institucional e os códigos de ética e de conformidade a ser por ela adotados têm natureza jurídica de declaração unilateral de vontade (Lucas, 2009).

O conceito de autorregulação deve ser distinguido, ainda, do conceito de *soft law*. O termo *soft law* indica a criação de regras e princípios de conduta voluntariamente adotados por instituições privadas. Assim, o cumprimento de tais princípios ou regras de conduta não podem ser impostos a um determinado profissional ou instituição privada contra a sua vontade. Deste modo, as regras que estabelecem *soft laws* se assemelham mais com a codificação de costumes (Caristina, 2006, p. 127), com as regras éticas ou com as regras de trato social do que com as regras jurídicas.³⁶ Isso porque as regras estabelecidas em sede de autorregulação têm algum grau de coercibilidade e o seu descumprimento dá ensejo à aplicação de penalidades privadas (ou mesmo públicas, dependendo do arranjo regulatório

³⁶ Jean Eduardo Aguiar Caristina (2006, p. 128) faz um raro esforço para identificar a posição ocupada pela autorregulação diante das demais formas de ordenação da vida social (direito, costumes, ética etc.) e conclui que “[a]s normas de autorregulação são modelos jurídicos, pois induzem a criação de outras normas, seja pelo próprio grupo, seja por outro. São modelos que ganham um espaço novo no universo jurídico, pois se encontram entre a lei e o costume, não sendo nenhum deles e, ao mesmo tempo, possuindo em sua dinâmica características de ambos, que merecem ser estudadas, cada vez mais, pelos operadores do direito”. Deste modo, vê-se que a classificação e distinção entre as regras produzidas pela autorregulação e os “usos”, “práticas”, “costumes” ou “normas éticas” ainda está aberta à discussão.

adotado³⁷) para seus destinatários. Outra questão seria identificar se as decisões tomadas pelas instituições autorreguladoras são dotadas de autoexecutoriedade, tal como as penalidades impostas pela administração pública, ou se o seu descumprimento pode ensejar recurso ao poder judiciário. E, se for o caso, qual o fundamento para o pedido feito na esfera judicial, se trataria de um dever jurídico previsto em ato normativo integrante do sistema jurídico (responsabilidade civil extracontratual) ou se configura um caso de descumprimento contratual (responsabilidade civil contratual). Neste sentido, Gobbi (2012), considera que as decisões proferidas no âmbito dos processos de regulação e melhores práticas da ANBIMA são títulos executivos judiciais, nos termos do atual inciso III do artigo 784 do Código de Processo Civil (Lei 13.105/15),³⁸ porque, para essa autora, o vínculo existente entre a ANBIMA e as instituições aderentes às regras de autorregulação por ela produzidas é de natureza contratual.

A autorregulação ora analisada também se distingue da autorregulação profissional. No Brasil, a autorregulação profissional é exercida pelos conselhos profissionais, entidades paraestatais com natureza jurídica autárquica e cujas atividades fim são regidas por regras de direito administrativo.³⁹ Além desta diferença formal e institucional, as instituições autorreguladoras também se diferenciam dos conselhos profissionais por meio do escopo de suas regras e de sua área de atuação. Enquanto os conselhos profissionais buscam regular exclusivamente as condições de acesso e exercício de uma determinada profissão liberal. As instituições autorreguladoras têm um escopo muito mais abrangente de atuação, pois regulam, além das condições de ingresso e exercício de uma (ou várias) profissão(ões), atividades econômicas diferentes, condições de qualidade e segurança para a oferta de diferentes produtos ou serviços.⁴⁰

A atuação das instituições autorreguladoras também deve se pautar em critérios substanciais, tal qual a atuação dos órgãos reguladores estatais. Por exemplo, a autorregulação

³⁷ Silva (2010, p. 80-84) argumenta existirem quatro possíveis modos de atribuição de eficácia pública (leia-se, estatal) à autorregulação privada: a adoção estatal de mecanismos integrativos entre procedimentos administrativos públicos e privados, a atribuição de efeitos probatórios à autorregulação privada, a remissão objetiva e habilitação subjetiva.

³⁸ Antigo inciso II do artigo 585 do Código de Processo Civil revogado (Lei 5.869/73).

³⁹ Conforme o entendimento pacificado pela decisão do STF no julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.717/DF, Relator Ministro Sidney Sanches, realizado em 7 de novembro de 2002.

⁴⁰ No caso do mercado de capitais brasileiro, ver, por exemplo, o Código ANBIMA de regulação e melhores práticas para os serviços qualificados, que trata da prestação de serviços de custódia, controladoria e escrituração de valores mobiliários.

deveria, em tese, atuar nas falhas de mercado e nas falhas regulatórias e institucionais do Estado. Do contrário, fica uma margem grande de discricionariedade para que um determinado autorregulador decida sobre autorregular ou não um determinado setor, profissão ou atividade, de modo que a decisão de autorregular possa ser pautada por interesses meramente privados ou “oportunidade” mercadológica. Na falta de critérios, a autorregulação pode simplesmente aumentar indefinidamente os limites de sua própria “competência regulatória” com base no argumento da autonomia privada, algo que os órgãos reguladores integrantes da estrutura do Estado não podem fazer. Por exemplo, tomem-se as recentes propostas de autorregulação pela ANBIMA das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição⁴¹ e de certificação dos profissionais de risco de *compliance* no mercado de capitais.⁴²

Os trabalhos acadêmicos sobre regulação e autorregulação apresentam uma série de argumentos a favor, supostas vantagens, e contra a adoção de arranjos autorregulatórios, supostas desvantagens, os quais são compilados a seguir:

Argumentos a favor da autorregulação:

- (a) determinação de padrões éticos, a autorregulação serviria para definir padrões de atuação empresarial ética e moralmente aceitáveis ou almejados por um determinado setor empresarial;⁴³
- (b) abordagem preventiva, a autorregulação teria o condão de antecipar preventivamente ações que viriam a ser tomadas futuramente pelo Estado;
- (c) flexibilidade e celeridade, as autorreguladoras por serem instituições privadas, seriam mais ágeis em seus processos e práticas internas de decisão porque não

⁴¹ ANBIMA (2016). “Ofertas de ações com esforços restritos entram para a autorregulação”. Fonte: <http://portal.anbima.com.br/a-anbima/noticias/Pages/2016/03/>. Data de acesso: 18 nov. 2017.

⁴² ANBIMA (2017). “Profissionais das áreas de Risco e de Compliance de assets terão certificação sob medida”. Fonte: http://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/profissionais-das-areas-de-risco-e-de-compliance-de-assets-terao-certificacao-sob-medida.htm. Data de acesso: 18 nov. 2017.

⁴³ Uma limitação desta característica seria verificada quando não apenas um determinado agente de mercado está adotando padrões de comportamento antiéticos, mas quando todo um setor teria práticas antiéticas de atuação, pois seria difícil identificar o comportamento específico contrário à ética do comportamento normal do setor (*business as usual*).

estariam submetidas às mesmas amarras que as instituições autorreguladoras estatais (realização de seleção pública para contratação, tendência à burocratização e formalização de procedimentos etc.);⁴⁴

(d) participação e aceitação, na premissa de que os agentes privados estariam mais propensos a participar do procedimento de criação das regras e a seguir regras “próprias” criadas pelos “próprios” agentes de mercado e para “eles mesmos” do que regras criadas pelo Estado;⁴⁵

(e) conhecimento técnico, este argumento favorável à autorregulação afirma que os agentes privados, devido ao seu grau de conhecimento e especialização técnica, teriam mais facilidade do que os órgãos estatais para regular matérias específicas de seu setor de atuação;⁴⁶

(f) redução de custos do Estado, segundo este argumento, fundado na premissa da exaustão fiscal, a autorregulação permitiria ao Estado concentrar recursos escassos em outras atividades e, assim, reduziria os custos públicos relacionados à instalação e manutenção de um aparato regulador estatal;

(g) preceder a regulação, este argumento, além do caráter temporal, tem um caráter de direcionamento da regulação estatal, na medida em que defende não apenas que a autorregulação acontecerá antes do que a regulação estatal, mas sim que a autorregulação tem o condão de orientar a formação da agenda pública da regulação de um setor.

(h) criação de valor, a autorregulação aumentaria o valor financeiro (*valuation*) de um setor ou companhia, tendo em vista que a adoção de padrões mais “elevados” de atuação por um determinado setor da economia ou por uma determinada sociedade

⁴⁴ Em sentido contrário, a pesquisa empírica realizada por Ângela Donaggio (2016, p. 489) identificou casos em que a interpretação de dispositivos regulamentares pelo autorregulador privado do mercado de bolsa de valores (BSM) foi mais formalista e restritiva do que a interpretação adotada pelo regulador estatal (CVM).

⁴⁵ Neste sentido, vale recobrar a discussão tratada antes sobre a dificuldade de definir quem é o “auto” da autorregulação.

⁴⁶ Ou seja, os autorreguladores supririam uma falha regulatória, a assimetria de informação entre o Estado regulador e o setor regulado.

empresária autorregulada (ou autorreguladora) aumenta a reputação (ativo intangível) da instituição ou do setor.

(i) desenvolvimento do mercado, a autorregulação teria como vantagem aprimorar as práticas adotadas por um determinado setor da economia, na medida em que as “melhores práticas” fossem disseminadas entre os participantes do mercado.

(j) reflexividade ou responsividade, segundo este argumento, a autorregulação significaria a internalização de preocupações de interesse público nos processos internos de decisão das instituições privadas.

(k) governança multinível, a autorregulação teria como vantagens criar níveis ou instâncias diferentes de regulação e controle da atuação das instituições privadas, aumentando a segurança jurídica e reduzindo os riscos de um determinado setor autorregulado.

Argumentos contrários à autorregulação:

(a) conflito de objetivos e de interesses, a principal crítica à autorregulação se refere aos inerentes conflitos entre interesses privados (busca do lucro, concorrência entre autorreguladores e autorregulados, desincentivo para autorregular determinadas atividades, prática de *lobby*, defesa de interesses corporativos) e interesses públicos (criação e fiscalização de padrões de conduta socialmente desejáveis). Com base neste argumento, a autorregulação seria uma forma de tornar desnecessária a captura do regulador pelos regulados, pois os próprios agentes privados tomariam a regulação para si em detrimento de interesses públicos e da ação estatal.

(b) inexistência de autoaplicabilidade, a autorregulação seria pouco efetiva porque não dotada dos mesmos mecanismos de coerção dos reguladores estatais. Assim, a constante necessidade de recurso ao poder judiciário para a aplicação de regras criadas pela autorregulação reduziria efetividade da autorregulação.

(c) criação de barreiras à entrada, a autorregulação seria apenas uma forma de um determinado grupo de concorrentes garantir para si uma fatia do mercado ao dificultar

a entrada de novos concorrentes ou a permanência de concorrentes “indesejáveis”..⁴⁷ Um concorrente poderia ser indesejável em determinado mercado quando, por exemplo, não compartilha do mesmo *ethos*, do mesmo *esprit de corps*, corporativo da maioria ou dos líderes do segmento. O ingresso desse tipo de participante no mercado acontece quando há o aumento na concorrência e na diversidade do perfil dos empresários atuantes no setor da economia, o que provoca um menor sentimento de pertencimento àquela *corporação* empresarial.

(d) cartelização do mercado autorregulado, a autorregulação seria uma forma de organização de cartéis, pois alguns agentes de mercado atuariam de forma permanentemente concertada entre si em prejuízo do mercado e dos demais concorrentes. Por exemplo, a autorregulação poderia levar à cartelização do mercado porque a participação nas associações necessária para o desenvolvimento e implantação da autorregulação cria um ambiente de interações frequentes entre participantes do mesmo mercado.⁴⁸

(e) aumento dos custos dos rivais, com base neste argumento a autorregulação seria uma forma de impor aos concorrentes dos agentes de mercado atuantes na autorregulação custos maiores de estruturação e exercício de suas atividades. Este argumento está ligado ao fato da adoção de padrões mais “elevados” de governança normalmente exigir maiores custos com pessoal, estrutura interna, equipamentos e processos de decisão interna, o que é mais facilmente atendida pelas maiores sociedades empresárias atuantes em determinado setor e dificilmente atendida pelas sociedades empresárias de menor porte.

⁴⁷ Como possíveis exemplos da utilização da autorregulação em desfavor de determinados participantes do mercado, é possível citar os casos da corretora Solidez e da corretora Tov, que se disseram “perseguidas” pela BSM após apresentarem reclamações quanto ao modo de atuação desta instituição autorreguladora. Fonte: Sobre o caso da corretora Tov, <http://revistaepoca.globo.com/tempo/noticia/2012/05/barraco-na-bolsa-de-valores.html>, sobre o caso da corretora Solidez, <http://www.valor.com.br/financas/4804579/corretora-solidez-deve-encerrar-operacao-apos-ser-suspensa-pela-bolsa>. Ambos os acessos em 27 nov. 2017.

⁴⁸ Neste sentido, a cartilha de Combate a Cartéis em Sindicatos e Associações desenvolvida pelo CADE (2009, p. 23) informa que “[i]nterações frequentes entre filiados e associados: A participação em sindicatos e associações permite que seus membros estejam em frequente contato uns com os outros. Isso torna fácil a troca de informações comerciais entre eles, permitindo eventualmente que acordem sobre preços a serem praticados ou divisão de mercados e cliente, por exemplo. Além disso, o contato constante entre associados permite que fiscalizem quais empresas cumprem o combinado no cartel e punam as que dele se desviarem”. Disponível em: http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/documentos-da-antiga-lei/cartilha_sindicatos.pdf/@@download/file/cartilha_sindicatos.pdf. Data de acesso: 11 jan. 2018.

(f) sobreposição de instâncias de controle,⁴⁹ com base neste argumento, critica-se a suposta redundância de instituições reguladoras e regras aplicáveis e duplicação de esforços necessários para atendimento destas regras pelas sociedades empresárias atuantes em determinado setor autorregulado, pois implica necessidade de uma série de fiscalizações e prestações de contas, com as mesmas informações prestadas pelos mesmos profissionais, para os órgãos reguladores públicos e para as instituições autorreguladoras privadas.

(g) falta de legitimidade e controle democrático, este argumento defende que a autorregulação, por ser realizada por agentes e instituições privadas, não está sujeita aos mesmos mecanismos de controle democrático, prestação de contas, transparência e responsabilidade (*accountability*) do que a regulação realizada por instituições estatais. Esta crítica está fundada na premissa de que em estados democráticos de direito não podem existir poderes sem controles legais e democráticos. Deste modo o exercício de poderes regulatórios pelas instituições autorreguladoras precisariam estar legitimados em instrumentos de controle de sua legalidade e da legitimidade democrática. A existência de procedimentos de *accountability* da atuação das autorreguladoras serviria para garantir balanceamento entre os diversos interesses públicos e privados tensionados na autorregulação: interesses dos membros da associação autorreguladora, da própria associação, do público investidor, dos demais agentes de mercado atuantes no setor autorregulado, dos contratantes, credores, fornecedores, clientes e funcionários das instituições privadas envolvidas no arranjo regulatório e da coletividade.

⁴⁹ Neste sentido, um estudo realizado em 2012 por ANBIMA, ANCORD, APIMEC, BACEN, BM&FBOVESPA, BSM, CETIP e CVM constatou que as corretoras atuantes no mercado de capitais brasileiro passam entre 110 e 150 dias por ano sendo auditadas ou trabalhando para atender as auditorias feitas por reguladores (CVM e BACEN) e por autorreguladores (ANBIMA, ANCORD, BSM, CETIP) e que, em média, 20% dos profissionais integrantes de suas equipes de conformidade (*compliance*) trabalham para atender estas auditorias. Fonte: Página 17 da apresentação da ANCORD na audiência pública realizada na Câmara dos Deputados em outubro de 2015. Disponível em: http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/a-n-c-o-r-d/at_download/file. Data do acesso: 26 nov. 2017.

(h) violação de direitos fundamentais dos autorregulados, a autorregulação poderia dar margens para a imposição de restrições privadas ao exercício de direitos fundamentais (liberdade de iniciativa e liberdade de profissão) dos autorregulados.

(i) falta de transparência, a autorregulação, conduzida por agentes privados, não está sujeita às mesmas obrigações de prestação de contas e transparência a que estão adstritos os reguladores estatais. Por exemplo, no Brasil, as autorreguladoras privadas não estão obrigadas a prestar as informações nos termos da lei de acesso à informação (Lei 12.527/11), de modo que a ausência de publicidade das decisões tomadas (e/ou de seus fundamentos) por autorreguladores e de reclamações de consumidores e/ou de demais agentes participantes do mercado autorregulado mitiga a possibilidade de que falhas da própria autorregulação sejam conhecidas e sanadas.

(j) captura do regulador, segundo este argumento a autorregulação seria uma forma dos regulados ‘capturarem’ a ação dos reguladores, por exemplo, por meio do estabelecimento da agenda pública da regulação, da troca de favores e benesses entre autorregulador e regulador, da posição intermediária ocupada pela autorregulação entre o mercado regulado e o órgão regulador, do trânsito de profissionais entre a autorregulação e a regulação etc.

(k) alteração do custo do Estado, nesta perspectiva, o argumento da redução do custo (ou do volume de trabalho) para o regulador seria inviável porque a adoção da autorregulação não exime o Estado regulador do dever de supervisionar o setor regulado e/ou a atuação dos autorreguladores. Assim, quando a estrutura institucional-regulatória adotada envolve dois níveis de regulação (regulador estatal e autorregulador privado, ou mesmo dois níveis de autorregulação privada, como foi o caso da Inglaterra com a criação do SIB em 1985), o regulador estatal não deixa de exercer atividades regulatórias ou de ter custos com a regulação. Segundo este argumento, o que ocorre é uma mudança em seu foco e instrumentos de atuação, pois deixa de ser regular/fiscalizar substantivamente o setor para regular/fiscalizar os procedimentos adotados pelo autorregulador.

(l) supervisão estatal deficiente, este argumento contrário à autorregulação dá conta das incapacidades institucionais do Estado para fiscalizar as atividades exercidas pelas

autorreguladoras e é especialmente importante em países em desenvolvimento onde a atividade regulatória, não raro, carece de recursos e pessoal suficiente para fiscalizar adequadamente os autorreguladores e mitigar os casos de potencial ou efetivo conflito de interesses entre a autorregulação e os interesses privados. A premissa deste argumento é que seria irrazoável supor que o Estado supervisionaria adequadamente a autorregulação se o Estado apresenta dificuldades políticas, estruturais, econômicas e institucionais para regular diretamente o setor. Neste sentido, a pesquisa empírica realizada por Donaggio (2016, p. 489) concluiu que inexistente fiscalização efetiva da CVM (regulador estatal) sobre a atuação da BSM (autorregulador privado) da bolsa de valores.

(m) governança multinível, este argumento, apresentado por Westerman (2009) e relacionado com a estrutura das regras adotadas pelo regulador para viabilizar a adoção de um modelo de ‘autorregulação regulada’ ou ‘metarregulação’, defende que a autorregulação teria uma tendência à expansão e à ineficácia. Expansão, porque sempre podem ser criadas novas instâncias de autorreguladores entre o regulador e o mercado. Ineficiência, porque em arranjos autorregulatórios o Estado estabelece os objetivos que devem ser atendidos pelas regras definidas pela autorregulação (*goal based regulation*) e a autorregulação estabelece as regras substantivas que em tese regulariam o mercado. Porém, a obrigação de evidenciar periodicamente para o regulador estatal que o ‘dever de regular’ está sendo cumprido faz com que os autorreguladores se preocupem mais em criar regras para permitir a evidenciação do que tratar substantivamente da atividade ou profissão autorregulada.

Ainda segundo Pauline Westerman (2009), existe grande dificuldade em se definir a distribuição de competências em uma estrutura de regulação compartilhada ou “multinível”. Sendo necessário definir, por exemplo, quem faz o que entre órgãos estatais e instituições privadas e compatibilizar o tipo de regras produzidas pelo Estado para regulação do determinado setor e tratar de uma série de conflitos de agência entre regulador (*principal*) e autorregulador (*agent*). Esta dificuldade torna impossível identificar *a priori* quem é o “auto” da autorregulação na medida em que os esquemas de autorregulação geralmente são instituídos como parte de um arranjo regulatório contendo o Estado como definidor dos objetivos da regulação (*performance based regulation* ou *goal based regulation*) e os agentes

de mercado como responsáveis por desenvolver regras específicas e implementar a autorregulação para atingir os objetivos definidos pelo regulador estatal.

1.2.1 Escopo da autorregulação

A autorregulação deve ser aplicada para reparar falhas institucionais e poderia, em tese, ter como foco a atuação na regulação de profissional, técnica ou econômica. Porém, não se encontra no estado atual dos estudos sobre autorregulação do mercado de capitais brasileiro um critério substantivo para determinar quando e como a autorregulação participa de um determinado arranjo regulatório.

Segundo Brenneke (2016, p. 86), a autorregulação somente se justificaria quando os agentes de mercado participantes do setor regulado identificam um “problema” a ser resolvido. Contudo, esta autora parece indicar que este “problema” somente seria analisado da perspectiva dos próprios agentes de mercado que atuam na autorregulação e não de todos os participantes do setor, de interesses públicos ou da política regulatória de cada setor. Deste modo, apesar de propor um critério substantivo para a implantação da autorregulação, esta autora deixa de responder algumas questões importantes, tais como: quem define quais questões são “problemáticas” e como elas devem ser tratadas.

Em todo caso, é possível inferir pelo menos um critério a partir da identificação do tipo de inter-relação entre a autorregulação e o Estado (indicada no item 1.1.1). No caso da autorregulação privada mandatada ou sancionada, seria possível afirmar que a autorregulação teria uma forma de atuação semelhante à do órgão regulador estatal que lhe reconheceria. Neste caso, haja vista que uma instituição autorreguladora seria um “órgão auxiliar” do Estado/regulador. Restando dúvida sobre como e quando a autorregulação coagida ou voluntária deveria ou não ser implementada em determinado setor regulado. Uma primeira tentativa de resposta à questão teria que necessariamente estabelecer uma proposta de critério substantivo para o estabelecimento de um aparato autorregulador de um determinado setor da economia, haja vista que não parece lícito ou razoável imaginar que qualquer particular, pessoa física ou jurídica, teria uma prerrogativa de criar regras para limitar o campo de atuação e de exercício da autonomia da vontade de terceiros. Principalmente, quando se considera que a adesão às regras de autorregulação é virtualmente obrigatória para o exercício de determinadas atividades econômicas.

1.2.2 Instituições autorreguladoras do mercado de capitais brasileiro

Segundo Brenneke (2016, p. 115), o padrão de desenvolvimento histórico da autorregulação do mercado de capitais brasileiro a partir da segunda metade do século XX pode ser dividido em dois períodos. No primeiro período, que durou de 1964 até 1999, a autorregulação era exclusivamente mandatada e estava restrita ao mercado de bolsa de valores. No segundo, que, de acordo com esta autora, teve início em 1999 e se prolonga até os dias atuais, o recurso à autorregulação aumentou de forma crescente.

A partir do ano de 1999, que ficou marcado pela edição de dois normativos em sede autorregulação voluntária dos mercados financeiro e de capitais, a autorregulação do mercado de capitais brasileiro vem crescendo em (a) quantidade e complexidade das normas, (b) setores e instituições abrangidos pela autorregulação privada, e (c) aparente assentimento dos órgão reguladores setoriais do mercado de capitais (especialmente, a CVM que regula a maioria das profissões, atividades e instituições atingidas pela autorregulação que se proliferou de 1999 até hoje).

Citam-se dois exemplos do crescente assentimento estatal à autorregulação: a inclusão da autorregulação como “norma” do direito comercial no Projeto de Novo Código Comercial e a elevação das entidades autorreguladoras do mercado de corretagem de seguros como órgãos auxiliares da Susep. No primeiro exemplo, o artigo 3º do Projeto de Lei nº 1.572 de 2011, estabelece que:

- Art. 3º São normas do direito comercial:
- I – os princípios e regras da Constituição Federal aplicáveis;
 - II – as regras prescritas por este Código, pela lei, tratados e convenções;
 - III – os princípios enunciados neste Código ou na lei comercial;
 - IV – as regras prescritas pelos decretos, instruções e regulamentos editados pelas autoridades competentes;
 - V – **as de autorregulação**; e
 - VI – as consuetudinárias.⁵⁰ (sem grifos no original)

No segundo, o artigo 20 da Lei Complementar nº 173, de 26 de agosto de 2010, incluiu o artigo 127-A no Decreto-Lei nº 73, de 21 novembro de 1966, para estabelecer que as

⁵⁰ Note-se que a proposta de artigo 3º para no novo código comercial trata de autorregulação no inciso V e de costumes no inciso VI, o que ilustra a diferença existente entre a autorregulação e os costumes como sistemas de controle social.

instituições autorreguladoras do mercado de seguros são “órgãos auxiliares” da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP e, portanto, têm a “incumbência” de fiscalizar membros e as operações do mercado de corretagem de seguros:

Art. 127-A. As entidades autorreguladoras do mercado de corretagem terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Superintendência de Seguros Privados (Susep), aplicando-se a elas, inclusive, o disposto no art. 108 deste Decreto-Lei.

Parágrafo único. Incumbe às entidades autorreguladoras do mercado de corretagem, na condição de órgãos auxiliares da Susep, fiscalizar os respectivos membros e as operações de corretagem que estes realizarem.

Como o mercado de seguros integra o mercado financeiro *latu sensu*, conforme indicado, julgou-se correta a sua inclusão neste tópico, pois as instituições autorreguladoras do mercado de seguros passaram a ser consideradas como “órgãos auxiliares” da Susep há apenas sete anos, ao passo que o Decreto-Lei que regula o Sistema Nacional de Seguros Privados e o mercado de corretagem de seguros está em vigor há cinquenta e um anos. O que parece confirmar a observação de como na atual fase do desenvolvimento da regulação e da autorregulação do mercado de capitais o modelo de regulação baseada na atuação de instituições privadas autorreguladoras passa a ganhar importância e a ser transposto para outros segmentos do mercado financeiro que até então eram exclusivamente regulados pelo Estado.⁵¹ A transposição da autorregulação para novos segmentos do mercado financeiro poderia ser defendida como a materialização no Brasil do Estado e de um direito pós-regulatórios. Segundo Julia Black (2001, p. 126), a pós-regulação aconteceria quando a atividade de regular está separada da ação estatal e o desafio para o Estado e para o direito passa a ser a regulação da autorregulação por meio da definição de procedimentos.⁵²

Em que pese a coerência da separação do desenvolvimento da autorregulação do mercado de capitais em dois períodos proposta por Brenneke (2016), é importante conjecturar que talvez o segundo período tenha se iniciado em 1998, com o surgimento do Código Anbid

⁵¹ Ressalta-se que a posição desta autora está inspirada na concepção de direito reflexivo proposta por Gunther Teubner (1987, 2006) e, consequentemente, inspirada na teoria dos sistemas de Niklas Luhmann. Uma análise da teoria do direito reflexivo ou da teoria dos sistemas foge ao escopo do presente trabalho, porém informa-se que aqui não se compartilha a mesma premissa da autora: de que a autorregulação – da forma como está institucionalizada e operacionalizada nos mercados financeiro e de capitais – é necessariamente uma manifestação do fechamento autopoietico do sistema econômico diante dos sistemas jurídico e político.

⁵² Nas palavras da autora “‘reflexive, ‘procedural’ or ‘post-regulatory’ law. ‘Regulatory law’ sets substantive standards; reflexive or procedural law sets procedures.” (Black, 2001, p. 126).

para Autorregulação do Mercado de Capitais, e se encerrado em 2008, com o agravamento da crise do mercado de títulos imobiliários americano que tomou repercussões globais. Isso porque, o Código ANBID para Autorregulação do Mercado de Capitais foi aprovado com a declarada intenção de se antecipar à regulação estatal a ser eventualmente aprovada pela CVM. Não para evitar a regulação estatal, como sugeriria o modelo de autorregulação coagida mencionado antes, mas para supostamente ocupar um espaço regulatório que teria sido deixado “desocupado” pelo Estado:

“Naquela época nos perguntávamos o que fazer para melhorar o mercado? Percebíamos que a legislação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) demoraria muito a mudar”, disse Alfredo Egydio Setúbal, presidente da Anbid, na palestra ‘Modelos para a autorregulação’, realizada há pouco no II Fórum Nacional de Seguro de Vida e Previdência Privada.⁵³

Sobre o possível início de um terceiro período, considera-se a regulação do mercado de capitais americano recebeu severas críticas depois da crise de 2008 por supostamente ter falhado na fiscalização dos agentes de mercado responsáveis pelo surgimento e expansão da bolha especulativa no mercado imobiliário daquele país. E, como até a deflagração da crise, a política regulatória do mercado de capitais dos EUA se fiava plenamente na autorregulação, deu-se início a discussão sobre como reformar o sistema de regulação do mercado de capitais americano para torná-lo menos inseguro.⁵⁴

Após a crise de 2008, o debate sobre a (in)eficácia da regulação e da autorregulação do mercado de capitais ganhou força internacionalmente e chegou até o Brasil. Entretanto, ao contrário do que acontecera nos EUA (onde a autorregulação passou a ser vista como um problema), no Brasil a autorregulação passou a ser vista como uma solução e passou a ser defendida depois da crise de 2008 tanto por reguladores quanto em estudos acadêmicos (Yazbek, 2008) (Trindade e Santos, 2009) (Santana, 2010) (Calabró, 2011) (Ferraz, 2012) (Gobbi, 2012) (Brenneke, 2016) (Donaggio, 2016). Por conta desse renovado impulso, considera-se possível conjecturar que atualmente se vive um terceiro período na autorregulação do mercado de capitais brasileiro.

⁵³ Centro de Qualificação do Corretor de Seguros – CQCS (2004). “Em busca de um modelo para autorregulação”. Disponível em <https://www.cqcs.com.br/noticia/em-busca-de-um-modelo-para-auto-regulacao/>. Data de acesso: 29 jul. 2017.

⁵⁴ Por exemplo, Christopher Cox, então Presidente da SEC, afirmou em 26/9/2008 que “os últimos seis meses demonstraram abundantemente que a regulação voluntária não funciona” (no original, “*The last six months have made it abundantly clear that voluntary regulation does not work*”). Fonte: <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-230.htm>. Data de acesso: 28 jul. 2017.

O terceiro período, iniciado em 2008 e que perdura até os dias atuais, é marcado (a) pela aceleração na velocidade de produção da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, (b) pela dispersão de entidades autorreguladoras e de códigos de autorregulação para além das áreas antes previstas na lei 6.385/76, (c) pelo aumento no número de funções estatais exercidas pela autorregulação, (d) pelo aumento do beneplácito dos órgãos reguladores à autorregulação, (e) pela crença na capacidade dos agentes privados se autorregularem, (f) pelo aparente aumento do reconhecimento estatal da possibilidade de exercício de atividades normativas, executivas e judicantes pela autorregulação (atividades estas que até então privativamente estatais), (g) pelo aumento do impacto e da importância da autorregulação para os interesses públicos na medida em que se intensifica e passa a abranger a esfera jurídica e patrimonial de um maior número de pessoas naturais e jurídicas, e (f) consequentemente, pela crescente importância de se realizar uma análise da juridicidade da autorregulação.

Tabela 1 – Desenvolvimento da autorregulação do mercado de capitais de 1998 até 2017

Ano de criação	Nome do Código	Instituição
1998	Código Anbid para Autorregulação do Mercado de Capitais	ANBID
1999	Código Anbid de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas	ANBID
1999	Código de Governança Corporativa do IBGC	IBGC
2000	Código de Autorregulação da Anbid para os Fundos de Investimento	ANBID
2000	Regulamento de Listagem do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2	BOVESPA
2001	Criação da Câmara de Arbitragem do Novo Mercado	BOVESPA
2001	2ª Edição do Código de Governança Corporativa do IBGC	IBGC

2002	Código de Auto Regulação da Anbid para o Programa de Certificação	ANBID
2002	Código de Auto Regulação da Anbid para o Serviço de Custódia Qualificada	ANBID
2004	3ª Edição do Código de Governança Corporativa do IBGC	IBGC
2005	Criação do Bovespa Mais	BOVESPA
2005	Criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC	CPC
2006	Código de Auto Regulação da Anbid para a Atividade de Private Banking no Mercado Doméstico	ANBID
2008	Código dos Processos da Autorregulação da Anbid	ANBID
2008	Código de Autorregulação da Anbid para as Atividades Conveniadas	ANBID
2008	Anbid é autorizada pela CVM a realizar análises prévias de ofertas públicas de valores mobiliários	ANBID
2008	Estatuto Social da CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos ⁵⁵ cria o Conselho de Autorregulação e a Diretoria Executiva de Autorregulação	CETIP
2009	Entrada em vigor do Sistema de Autorregulação Bancária – SARB	FEBRABAN
2009	3ª Edição do Código de Governança Corporativa do IBGC	IBGC
2010	Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas de Mercado Aberto	ANBIMA ⁵⁶
2010	Apimec é autorizada pela CVM a atuar como credenciadora no Brasil dos analistas	APIMEC

⁵⁵ Atualmente denominada CETIP S.A. – Mercados Organizados.

⁵⁶ Associação resultante da fusão entre a ANDIMA e a ANBID, em 2009.

	de valores mobiliários	
2011	Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários	APIMEC
2011	Código dos Processos da Apimec	APIMEC
2011	Código de Autorregulação da ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias	ANCORD
2011	Código de Conduta Profissional dos Agentes Autônomos de Investimento	ANCORD
2011	Código ANBIMA de Gestão de Patrimônio Financeiro no Mercado Doméstico	ANBIMA
2011	Código Abvcap Anbima de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE	ANBIMA/ABVCAP
2011	Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para o Novo Mercado de Renda Fixa	ANBIMA
2011	Código Abrasca de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas	ABRASCA
2011	BM&FBovespa ⁵⁷ firma convênio com a CVM para prestação de informações	BM&FBOVESPA
2012	Criação do Comitê Técnico de Ofertas Menores	ABDI, BM&FBOVESPA, ANBIMA, IBGC
2013	Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões	CAF
2013	ACAF firma convênio com CVM sobre presunção de regularidade das operações societárias com o Selo CAF	ACAF
2013	BM&FBovespa firma convênio com CVM	BM&FBOVESPA

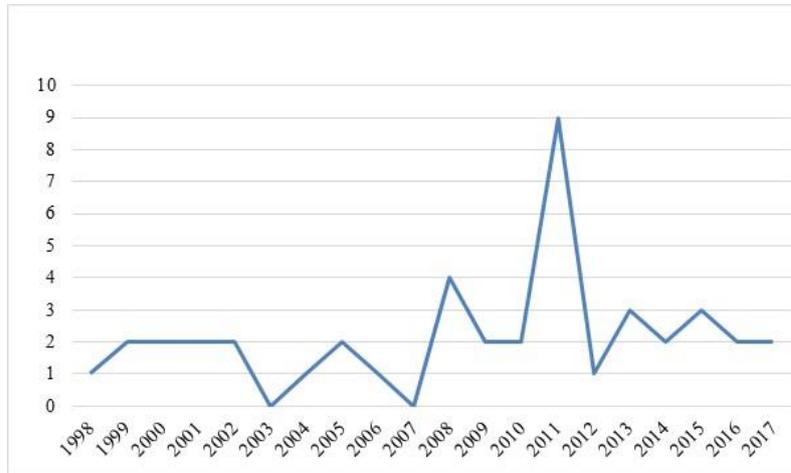
⁵⁷ Sociedade empresária resultante da desmutualização e posterior incorporação da BM&F pela BOVESPA, em 2008.

	sobre tecnologia de informação	
2014	Criação do Nível 2 do Bovespa Mais	BM&FBOVESPA
2014	Código de Ética do Ibracor	IBRACOR
2015	Programa Destaque em Governança Corporativa nas Estatais	BM&FBOVESPA
2015	5ª Edição do Código de Governança Corporativa do IBGC	IBGC
2015	5ª Edição do Código de Governança Corporativa do IBGC	IBGC
		ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC,
2016	Código Brasileiro de Governança Corporativa Companhias Abertas	ANBIMA, APIMEC, BM&FBOVESPA, BRAIN, IBGC, IBRI, IBMEC:
2016	Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais – Stewardship	AMEC
2017	Novo Regulamento de Listagem do Novo Mercado	B3 ⁵⁸
2017	Código de Autorregulação em Governança de Investimentos	ABRAPP
2018 (Previsto)	Revisão do Código de Certificação da ANBIMA para inclusão dos profissionais de risco e <i>compliance</i>	ANBIMA
2018 (Previsto)	Código de Administração de Recursos de Terceiros	ANBIMA

Fonte: adaptado de Brenneke (2016).

⁵⁸ Sociedade empresária resultante da incorporação da CETIP pela BM&FBovespa, em 2017.

Gráfico 1 – Iniciativas de autorregulação por ano de 1998 a 2017



Fonte: elaborado pelo autor.

A Tabela 1 e o Gráfico 1 mostram a profusão de normas e iniciativas recentes de sociedades empresárias e associações privadas sem fins lucrativos atuantes do mercado de capitais brasileiro. Ademais, outro reflexo da crescente importância também qualitativa que a autorregulação do mercado de capitais vem assumindo atualmente pode ser verificado na recente incorporação, por remissão objetiva, do Código Brasileiro de Governança Corporativa – CBGC (uma iniciativa de autorregulação realizada por várias instituições privadas sob observação de reguladores públicos) no quadro da regulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro. A recente Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, tornou obrigatória que todas as companhias abertas informem se adotam as regras propostas pelo CBGC ou, caso negativo, expliquem a razão do desvio do padrão recomendado pela autorregulação.

2 AUTORREGULAÇÃO COMO AUTORIDADE

Após a apresentação dos conceitos fundamentais para análise do problema objeto da presente pesquisa realizada no capítulo anterior, considera-se necessário analisar como a autorregulação se relaciona com o Estado. Primeiro, analisando a relação entre as instituições autorreguladoras e o Estado. Segundo, considerando a relação entre as regras produzidas pela autorregulação com o sistema jurídico. Ou seja, com o direito produzido pelo Estado. Espera-se que este exercício fundamente uma conclusão preliminar sobre a possibilidade de integração da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro no sistema jurídico. Esta integração estará identificada caso seja possível rastrear a eventual fonte da legitimidade da autoridade autorreguladora. Pois, caso negativo, a autorregulação será mais bem identificada como um meio de exercício de poder, o que é o foco do próximo capítulo.

Para que seja possível identificar se as regras emanadas pela autorregulação são regras jurídicas dotadas de autoridade, é preciso esclarecer que o conceito de autoridade utilizado no presente trabalho é o proposto por Joseph Raz (1979). Este conceito foi adotado por sua coerência com o marco teórico sobre o conceito de direito utilizado na presente pesquisa, tendo em vista se tratar de uma proposta de definição da autoridade do direito consistente com a noção de sistema jurídico concebida por Hart (2007[1961]). Inicialmente, Raz (1979, p. 7) propõe que a definição do conteúdo do conceito de autoridade deve prover duas explicações: (i) o que de fato *tem* a pessoa que é titular da *autoridade*; e (ii) quais as condições para que a autoridade seja efetiva ou legítima.

Em relação à primeira explicação, Joseph Raz (1979, p. 7) esclarece que a autoridade é uma habilidade de praticar certos tipos de atos: a emissão de comandos, ordens para algumas pessoas que estejam *sob* a autoridade do emissor do comando (a pessoa ou grupo de pessoas titular(es) da autoridade. Raz (1979, p. 11), explica, ainda, que autoridade é uma faculdade de expedir comandos para que as outras pessoas façam ou deixem de fazer alguma coisa, bem como para legislar, conceder permissões, dar conselhos dotados de autoridade (“*authoritative advice*”), impor decisões (“*adjudicate*”) e que a noção de autoridade está intimamente vinculada com a noção de poder normativo. Ou seja, do poder de expedir regras. Ainda segundo este autor, amparado em exemplo proposto por John Lucas (1966, p. 16 apud Raz, p.

11), existira autoridade quando uma pessoa, ou grupo de pessoas, dissesse aconteça X, e daí seguisse que X acontecesse.⁵⁹

Conforme Joseph Raz (1979, p. 18), poder normativo seria a habilidade de alterar “razões protegidas”, as quais se definem como razões para ação úteis, necessárias e suficientes para que (i) o destinatário do comando manifestado pelo titular da autoridade pratique uma determinada ação; e (ii) as outras razões para ação ou inação contrárias à razão protegida sejam afastadas como fundamentos para a ação do destinatário do comando.

Em relação à segunda explicação necessária para esclarecer o conceito de autoridade, Raz (1979, p. 7) aponta que a efetividade da autoridade está relacionada com o seu exercício pelo seu titular e a sua produção de efeitos concretos para seus destinatários, influenciando significativamente suas ações, escolhas, opções e destino (“*de facto* authority”). Neste quesito, a noção de *autoridade* está muito próxima da noção de *poder* proposta por Lukes (2005[1974]) e que será analisada no Capítulo 3 do presente trabalho. De modo que a distinção entre os conceitos de poder e de autoridade estaria fundada no quesito da *legitimidade*. Segundo Joseph Raz (1979, *passim*), para que seja legítima, a autoridade precisa ser (a) efetiva, (b) justificada politicamente, (c) aceita pelos seus destinatários e (d) obedecida e preservada.

Neste sentido, seria imprescindível conhecer o conceito de autoridade para identificar se algo (no caso, a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais) pode ser considerado como Direito (*Law*). Haja vista que, segundo Raz (1979, p. 29), o Direito, diferentemente de outras formas de exercício de poder e controle social (autoridades *de facto*), tem a reivindicação (*claim*) de ser uma autoridade legítima como uma de suas características essenciais. Neste sentido,

Mas precisamos usar o conceito de autoridade para explicar a natureza do direito? O conceito desempenha um papel não só na determinação da nossa obrigação para com o direito, mas também com a nossa compreensão dele? A resposta é *afirmativa*, pois a reivindicação de autoridade legítima é uma característica essencial do direito.⁶⁰ (itálico no original).

⁵⁹ Tradução livre de “*Let X happen, that X ought to happen*”.

⁶⁰ No original, “But need we use the concept of authority in explaining the nature of law? Does the concept play a part not only in determining our obligation to the law but also our understanding of it? The answer is *affirmative*, for it is an essential feature of law it claims legitimate authority”.

A preservação ou perenidade da autoridade, segundo Raz (1979, p. 19), é relevante para distinguir se uma determinada pessoa ou grupo de pessoas *é* uma autoridade ou se *está sendo* uma autoridade, no primeiro caso trata-se de uma autoridade sobre pessoas e no segundo de uma autoridade específica e circunstancial para praticar certos atos.

O último desdobramento do conceito de autoridade proposto por Joseph Raz (1979) importante para os propósitos do presente trabalho é o adjetivo “*authoritative*”. Segundo este autor, um determinado comando será autorizado⁶¹ (*authoritative*) se este comando tiver sido emitido alguém que seja ou esteja sendo uma autoridade efetiva. Lembrando que no quadro teórico proposto pelo referido autor a efetividade da autoridade pressupõe a sua legitimidade.

2.1 Autoridade estatal

Inicialmente, há que se destacar que a lei 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976, prevê que as bolsas e as instituições organizadoras de mercados de balcão de valores mobiliários são “órgãos auxiliares” da CVM. Para a discussão sobre o uso da expressão “órgãos auxiliares” é importante identificar o histórico da utilização desta expressão pela legislação brasileira sobre o mercado de capitais e salientar que esta questão já foi objeto de discussão doutrinária no passado.

O artigo 1º da lei 2.146, de 29 de dezembro de 1953, previa que “[a]s Bolsas oficiais de Valores são órgãos auxiliares dos poderes públicos, na fiscalização dos lançamentos de emissões de títulos, por subscrição pública”. A lei 4.728, de 14 de julho de 1965, que criou o BACEN e lhe atribui a competência de fiscalizar as bolsas de valores, e a respectiva Resolução nº 39, expedida pelo BACEN em 30 de outubro de 1966, que estabelecia os critérios para funcionamento das bolsas de valores, tacitamente revogou a expressão “órgãos auxiliares dos poderes públicos” ao não prever expressamente que as bolsas seriam órgãos auxiliares do Estado.

⁶¹ Vem sendo utilizado o neologismo *autoritativo* para traduzir o termo inglês *authoritive*, por exemplo, ver Bogossian (2015).

A lei 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976, que criou a CVM e lhe transferiu a competência de fiscalizar as bolsas de valores, reintroduziu no sistema jurídico brasileiro a expressão “órgãos auxiliares”. Contudo, desta vez, passou a constar no mencionado parágrafo único do artigo 17, que as bolsas de valores são órgãos auxiliares da CVM.⁶² Após as duas alterações de texto pelas quais o artigo 17 passou, a primeira, em 1997, pela lei 9.457, de 5 de maio, e, a segunda, em 2001, pela lei 10.303, de 31 de outubro, o conceito de “órgãos auxiliares” passou a abranger também:

(a) as entidades de mercado de balcão organizado;⁶³ e

(b.1) as bolsas de mercadorias e futuros (na época, exclusivamente a “Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F”, única bolsa de *commodities* e derivativos em operação no Brasil); e

(b.2) as “entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários” (na época, a única sociedade empresária que prestava tal serviço era a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC, que foi incorporada pela BM&FBovespa em 2008).

O texto atual do parágrafo primeiro do artigo 17 da lei 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976, determina que as instituições (a) administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado e (b) atuantes na compensação e liquidação de operações com valores mobiliários devem fiscalizar os seus membros e as operações realizadas nos mercados que organizam porque são “*órgãos auxiliares*” da CVM:

Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

⁶² Eizirik et al. (2011) também apontam o parágrafo 2º do artigo 8º da Lei 6.385/76 como fundamento legal para a atuação da autorregulação dos mercados organizados de valores mobiliários.

⁶³ Conceito inexistente na época da Lei 2.146/53, dado que os corretores tinham o direito de exclusividade sobre a intermediação de todas as operações com valores mobiliários e somente podiam intermediar operações na bolsa oficial. Assim, as operações feitas em mercados “não organizados” eram nulas.

O artigo 14 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, determina que as instituições (a) administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado devem atender o interesse público e são responsáveis pela autorregulação dos mercados por elas organizados:

A entidade administradora de mercado organizado deverá manter equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados.

Estes dois dispositivos, um em sede de legislação e outro em sede de regulação administrativa, são recorrentemente utilizados como fundamento legal para atuação das bolsas de valores (atualmente, apenas a B3) e administradoras de mercado de balcão (atualmente, apenas a B3) para o exercício de funções públicas normativas (produção de regras jurídicas), administrativas (execução das regras jurídicas e exercício de poder de polícia) e judicantes (aplicação de normas jurídicas) (Yazbek, 2007, p. 210; Calabro, 2011, p. 120; Henriques, 2017). Segundos estes autores, a autorregulação realizada pela B3 em toda sua extensão e ramificações é mandatada e, portanto, legítima, pois seria de “base legal”.

Conforme informado no primeiro parágrafo deste item, a inclusão da expressão “órgãos auxiliares” causou ao longo do século XX uma discussão na doutrina jurídica sobre a natureza jurídica das bolsas de valores. Alguns autores consideravam que as bolsas de valores tinham natureza jurídica de direito público e, portanto, integravam a estrutura do Estado e, portanto, se sujeitavam a um regime jurídico de direito administrativo (Ferreira, 1963, p. 25; Bulgarelli, 1976, p. 109). Ao passo que outros autores defendiam que as bolsas, apesar de exercerem funções públicas ou atividades privadas de interesse público não integravam a estrutura do Estado e se sujeitavam exclusivamente a um regime jurídico de direito privado (Miranda, 2012b[1954], p. 228; Matos Filho, p. 1986, p. 34). Os trabalhos acadêmicos realizados no Brasil sobre a autorregulação de mercado de capitais se referem quase que exclusivamente à autorregulação realizada por bolsas de valores, sendo raros os trabalhos que focam na autorregulação realizada pela administradora de mercado de balcão organizado (antes CETIP, agora B3) e pela autorregulação voluntária (ANBIMA, ABVCAP, ABRAPP, AMEC etc.). Como exemplos da análise da autorregulação do mercado de bolsa, citam-se Donaggio (2016), Brenneke (2016), Calabro (2010), Almeida (2016), Dias (2005), Dias e Becue (2012) e, como exceções, Gobbi (2012) e Ferraz (2015).

De um lado, Pontes de Miranda (2012b[1954], p. 222) afirmava ser incorreto considerar, no Brasil, as bolsas de valores, “órgãos auxiliares” na fiscalização da emissão e

negociação de títulos e valores mobiliários, como instituições integrantes da estrutura do Estado porque afirmava tratar-se de uma interpretação equivocada do texto legal originada pela má utilização, no texto da lei, da palavra “órgãos”. Segundo este autor, o mau emprego desta palavra induzia a este erro, porque remetia à ideia de que as bolsas de valores eram instituições estatais.

Vale ressaltar que na época em que a lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, foi aprovada o modelo de regulação do mercado de capitais brasileiro era muito influenciado pelo modelo francês, onde até então as bolsas de valores eram órgãos públicos integrantes da estrutura do Estado. Assim, quando se dizia que as Bolsas de valores eram “órgãos auxiliares” dos poderes públicos (artigo 1º da Lei nº 2.146, de 29 de dezembro de 1953) ou da CVM (parágrafo primeiro do artigo 17 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976) a opção instintiva seria considerá-las como órgãos estatais.

Por outro lado, é importante destacar que durante um determinado período da história do mercado de capitais no Brasil, especificamente durante a primeira metade do século XX, as bolsas de valores (com especial destaque para a Bolsa do Rio de Janeiro, principal bolsa de valores do Brasil até a década de 1970), de fato, se comportavam com órgãos públicos. Tendo em vista a crescente burocratização das suas atividades em decorrência da necessidade de negociação dos ativos cambiais em benefício do governo federal (Levy, 1977, p. 366).

Assim, conforme visto, parece que as duas discussões sobre a natureza jurídica das bolsas de valores e sobre o seu modo de atuação seguiam caminhos diferentes. Por um lado, do ponto de vista jurídico, reforçava-se o caráter privado destas instituições e a sua autonomia diante do Estado, por outro, do ponto de vista de sua atuação e dos interesses privados que a compõem, via-se que existiam fortes incentivos durante a primeira metade do século XX para que as bolsas de valores se despissem de seus *mores* corporativos para aderir completamente ao interesse do Estado e passar a funcionar como burocracias estatais (Levy, 1977).

Na antiga discussão mencionada sobre a natureza jurídica das bolsas de valores os autores tinham a distinção entre público e privado como muito arraigada. Logo, ser uma instituição privada permitia dizer que não se teria nenhuma interferência do poder público. No início do século XXI, essa distinção se relativiza, de modo que se fala hoje em publicização do direito comercial (Lobo, 2016), privatização do direito administrativo (Estorninho, 2009) e

exercício de funções públicas por particulares (Marrara, 2014). Assim, mesmo que se admita a realização de funções estatais, dependentes ou não de poder de polícia, por entidades privadas, deve-se ter em mente que o exercício de funções estatais deve atrair necessariamente um regime jurídico de direito público (Boozeman, 1987) (Gonçalves, 2008) (Selznick, 1980) (Marrara, 2014). Tal regime jurídico de direito público deve ser aplicável, no mínimo, às atividades e aos profissionais da instituição privada em tudo que seja diretamente relacionado com a execução de funções e prerrogativas de interesse público originariamente estatal, tal como o exercício da regulação por meio da autorregulação. Nota-se que o ponto sensível da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais da forma como organizada atualmente parece ser justamente o crescente exercício de funções normativas, executivas e judicantes por instituições privadas que permanecem sendo regidas estritamente por um regime jurídico de direito privado. Ou seja, do exercício de poderes públicos sem os correspondentes deveres e controles públicos.

Ademais, é interessante notar que o fato de a lei estabelecer que as bolsas de valores e as instituições administradoras de mercados organizados de valores mobiliários são “órgãos auxiliares” da CVM não permite concluir, necessariamente, que estas instituições estejam legitimadas para agir como se fossem órgãos estatais, nem como se tivessem os mesmos “poderes”, “poderes-deveres”, “potestades” ou “funções” estatais ou tampouco que lhes caberia – *qua* “órgãos auxiliares” – ter exatamente as mesmas atribuições legalmente atribuídas aos órgãos estatais que “auxiliam”. Neste sentido, parece ser contestável a validade jurídica da afirmação de que a autorregulação dos mercados organizados de bolsa e balcão de valores mobiliários no Brasil (atualmente exercida exclusivamente pela B3) são de “base legal” ou “mandatadas” tendo como fundamento legal a expressão “órgãos auxiliares” do órgão regulador (CVM, SUSPEP, BACEN, PREVIC etc.).

Outro ponto importante é o fato de que auxiliar não significa única e exclusivamente autorregular. Neste sentido, seguem três possíveis exemplos de formas de colaboração entre o Estado e pessoas naturais ou jurídicas (com ou sem fins lucrativos) diferentes da atuação na autorregulação: (i) o credenciamento de instituições privadas para exercícios de atividades complementares, a montante ou a jusante, da prática do ato administrativo que depende de potestade estatal para ser praticado (exercício de poder de polícia) (Dallari, 1997) (Mello, 2006). Diz-se a montante ou a jusante, porque a delegação e/ou o exercício de atividades que dependam de poder de polícia estatal é bastante controversa juridicamente – ver, por exemplo,

Gonçalves (2008), Mello (2006) e Binembojm (2016); (ii) a obtenção e o uso pelo regulador de informações sobre o mercado ou setor regulado produzidas ou compiladas pelas instituições privadas;⁶⁴ e (iii) a monitoração de informações públicas sobre os agentes de mercado autorregulados e sua posterior comunicação ao órgão regulador e/ou aos demais participantes de mercado, visando contribuir com os procedimentos administrativos para formação do juízo de conveniência e oportunidade da administração pública e/ou com a disseminação de práticas que possam promover a internalização de preocupações de interesse público nas atividades empresariais.

O relativo consenso atual sobre o conteúdo único da expressão “órgãos auxiliares” como significando uma autorização ampla da lei para que as instituições autorreguladoras criem, fiscalizem e apliquem regras parece ser uma hipótese de formação de “comunidade de intérpretes” (*interpretative community*), analisada por Julia Black (1997). Segundo esta autora, em comunidades de intérpretes, um determinado grupo de pessoas participantes de um mesmo setor regulado ou atividade ‘concordam’ sobre o conteúdo concreto de um determinado conceito aberto que lido por agentes externos ao setor regulado poderia levar a diferentes conclusões. Assim, um conceito jurídico indeterminado que, em tese, conferira ao seu intérprete uma margem de discricionariedade na interpretação, é convertido pela praxe de um “*standard*” (princípio ou cláusula aberta) para uma regra, fenômeno que Frederik Schauer (2005) denomina de “regrificação de princípios” (*rulification of standards*).

2.1.1 Direito Público

⁶⁴ Este tipo de relacionamento e intercâmbio de informações, inclusive, parece ser implantado atualmente na interrelação entre a CVM e algumas instituições autorreguladoras. Na forma do que a CVM denomina de “aproveitamento inteligente” de informações. Neste sentido, ver o seguinte trecho do Convênio firmado entre a CVM e a ACAF, em 27 de agosto de 2013: “CONSIDERANDO que o aproveitamento inteligente da atuação de instituições autorreguladoras está em consonância com os objetivos e princípios da regulação de mercado de capitais estabelecidos pela International Organization of Securities Commissions (IOSCO), os quais, atualmente, são adotados como standard pelo Financial Stability Board (FSB); e Página 3 do Convênio que entre si celebram a Comissão de Valores Mobiliários e a Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões – ACAF, relativo às operações de incorporação, incorporação de ações, fusão e cisão com incorporação envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, objeto de análise pelo Comitê de Aquisições e Fusões – CAF” . Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/acaf.pdf>. Data de acesso: 18 nov. 2017. A análise da estrutura jurídica e operacional deste “aproveitamento inteligente”, bem como a legalidade da forma de incorporação dos “standards” da IOSCO/FSB na regulação brasileira e do processo de negociação e assinatura deste convênio merece um estudo específico que extrapola o objetivo do presente trabalho.

2.1.1.1 As associações autorreguladoras como repartições públicas

Uma questão relevante na discussão sobre o correto enquadramento e definição do regime jurídico aplicável à autorregulação dos mercados financeiro e de capitais e, principalmente, às suas instituições responsáveis pela criação de aplicação das regras objeto da autorregulação é tentar responder à pergunta sobre se as associações autorreguladoras são meras instituições privadas, com ou sem fins lucrativos, ou repartições públicas (ou seja, burocracias estatais, impessoais e técnicas). Esta questão é importante por que dela decorrerão uma série de desdobramentos jurídicos relevantes e ainda inexplorados. Por exemplo: a definição (i) do regime de contratação de pessoal por uma associação autorreguladora; (ii) do regime de fiscalização, de *accountability* e de prestação de contas aplicável; (iii) do cabimento de remédios constitucionais mandado de segurança contra atos praticados pelas instituições privadas atuantes na autorregulação, tal como sugere Ferrari (2015), ao defender o cabimento de mandado de segurança contra atos praticados por instituições privadas autorreguladoras; (iv) a incidência do teto de remuneração do setor público para os executivos e profissionais atuantes nas associações autorreguladoras; (v) a definição da eventual natureza jurídica tributária das receitas auferidas com a cobrança de taxas pelo exercício da autorregulação; (vi) eventual imunidade antitruste contra atos da autorreguladora, já que seriam atos equiparados àqueles tomados pelos órgãos reguladores setoriais etc.

Sobre o primeiro desdobramento indicado no parágrafo anterior, a contratação de pessoal⁶⁵ para atuar na associação autorreguladora deve seguir o regime de direito de trabalho aplicável à contratação de qualquer prestador de serviços ou empregado no Brasil. Para os profissionais atuantes na atividade de autorregulação, deve ser aplicável um regime jurídico de direito público para a contratação de pessoal,⁶⁶ em linha com Boozeman (1987), Gonçalves (2008), Selznick (1980) e Marrara (2014), tendo em vista que tais profissionais exerceram atividades dotadas de poder de polícia para o exercício da função pública de regular. Na hipótese da nomeação de executivos para compor os cargos de primeiro e segundo escalão das associações autorreguladoras, deve ser observado em alguma medida os procedimentos e

⁶⁵ Ressalta-se que a contratação de pessoal se divide, no mínimo, em três instâncias: (i) a contratação de pessoal pelas associações autorreguladoras para o exercício de função não relacionada direta ou indiretamente à prática da autorregulação; (ii) a contratação de pessoal para atuar em práticas relacionadas direta ou indiretamente à prática da autorregulação; (iii) a nomeação de membros para compor os altos escalões e níveis gerenciais da associação autorreguladora.

⁶⁶ Concurso público ou processo seletivo público.

parâmetros de controle democrático atualmente vigente para a nomeação de membros das diretorias de agências reguladoras setoriais. Por exemplo, uma medida visando conferir maior legitimidade democrática para a atuação destes profissionais na autorregulação seria a adoção de procedimentos de sabatina dos membros nomeados para compor o primeiro escalão das associações autorreguladoras pelo regulador estatal ou pela coletividade em audiências públicas realizadas pelos órgãos reguladores estatais (CVM, BACEN, PREVIC ou SUSEP, conforme o caso).

Com relação à fiscalização aplicável às associações atuantes na autorregulação dos mercados financeiro e de capitais importará definir, primeiro, o tipo de autorregulação: se for mandatada ou sancionada, as receitas da entidade autorreguladora decorrentes da autorregulação poderiam ser contabilizadas separadamente das demais receitas auferidas pelas instituições autorreguladoras e passíveis de auditoria pelo tribunal de contas competente (a exemplo do que ocorre com as receitas auferidas pelos conselhos profissionais). Adicionalmente, todos os documentos e materiais de trabalho utilizados pela e para a autorregulação poderiam estar sujeitos às obrigações de transparência previstas em lei, especialmente na lei de acesso à informação. Esta fiscalização deveria ser realizada mesmo no caso em que a autorregulação seja uma entre as várias outras atividades e receitas auferidas pela associação autorreguladora.

Roberta Karmel (2008), professora da *Brooklin Law School* e ex-diretora da SEC, considera que a *Financial Industry Regulatory Authority* – FINRA,⁶⁷ instituição privada autorreguladora do mercado de capitais americano, exerce poderes públicos de regulação que lhe teriam sido delegados pela SEC – órgão regulador do mercado de capitais americano. Portanto, no exercício de funções delegadas de regulação, a FINRA deve estar sujeita aos limites (i) constitucionais, nas suas relações com os participantes do mercado de valores

⁶⁷ A SEC condicionou a aprovação da fusão entre a AMEX – American Stock Exchange e a NYSE à separação entre as atividades lucrativas e as atividades autorregulatórias exercidas por ambas as bolsas. Deste modo, o departamento de autorregulação da NYSE – New York Stock Exchange e a NASD – National Association of Securities Dealers, autorreguladora da AMEX, foram fusionados e deram origem a uma nova entidade privada autorreguladora dos mercados organizados de bolsa de valores mobiliários nos EUA: a FINRA. Fonte: <http://www.finra.org/about> e <http://www.finra.org/newsroom/2007/nasd-and-nyse-member-regulation-combine-form-financial-industry-regulatory-authority>. Data de acesso: 28 nov. 2017.

mobiliários e com o público, e (ii) processuais (*due process*), impostos pela legislação federal de processo administrativo⁶⁸ (Karmel, 2008, p. 197).

A autora conclui neste sentido, após analisar a gradual aproximação da SEC e dos órgãos autorreguladores do mercado de capitais e o reforço nos poderes da autorregulação depois de 1975, quando foram aprovadas mudanças legislativas que aumentaram o poder de supervisão da SEC sobre a autorregulação dos mercados de capitais. Além disso, esta autora considera que a possibilidade de se conferir à FINRA (instituição autorreguladora privada) tratamento jurídico similar ao conferido à SEC (órgão regulador público) com base nos critérios definidos pelas teorias do órgão público (*public entity doctrine*) e da ação estatal (*state action doctrine*). As teorias da *public entity* e a da *state action* resumem os critérios aceitos pela jurisprudência americana para que uma instituição privada seja considerada como uma entidade governamental e, portanto, seja, por um lado, titular de prerrogativas estatais e, por outro, adstrita às mesmas restrições materiais e procedimentais aplicáveis à atuação de órgãos estatais.

Segundo Karmel (2008, p. 157-158) – com base nas decisões judiciais proferidas nos casos *Lebron v. National Railroad Passagenr Corp*, *Horvath v. Westport Library Association* e *Hack v. President & Fellows of Yale College*, *Jackson v. Metro. Edison Co.*, *Marsh v. Alabama*, *Smith v. Allwright Brentwood Academy v. Tennessee Secondary School Athletic Association* e *Kirtley v. Rainey* –, os tribunais americanos consideram que uma instituição privada deve ser considerada um órgão público (*public entity*) se: (i) a instituição foi criada por lei especial;⁶⁹ (ii) o Estado (*government*) criou a instituição para a consecução de objetivos de política pública (*governmental objectives*); (iii) o Estado mantém permanentemente a prerrogativa de indicar a maioria dos diretores da instituição.⁷⁰

⁶⁸ Nos EUA, o Administrative Procedure Act, de 1946. Adaptando ao caso brasileiro, seria a Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999.

⁶⁹ Interessa questionar se a autorização para a constituição precisaria ser conferida em lei ou se poderia estar veiculada em ato proferido pela administração pública. Como, por exemplo, em decisão do CMN, convênio administrativo ou apoio institucional, tal como ocorreu na constituição da CETIP e do CAF.

⁷⁰ No Brasil, um exemplo de instituição privada cujo *status* público poderia ser avaliado com base neste teste é a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica – CCEE, criada com base na lei nº 10.848, de 15 de março de 2004, e regulamentada pelo decreto nº 5.177 de 12 de agosto de 2004. O Estatuto social da CCEE está disponível em: https://www.ccee.org.br/portal/faces/pages_publico/quem-somos/estrutura_e_pessoas/governanca?_adf.ctrl-state=s3wqrm9i_17&_afLoop=74766924713298#!. Data de acesso: 11 jan. 2018.

Adicionalmente, a atuação de uma instituição privada seria considerada como ação estatal (*state action*) se fossem atendidos três requisitos: (i) o exercício de poder coercitivo (*coercive power*) ou o encorajamento significativo por parte do Estado para que a instituição exerça tais poderes; (ii) o desempenho de uma tradicional função estatal pela instituição privada; e (iii.1) uma interdependência simbiótica (*“symbiotic” interdependence*) entre o Estado e a instituição privada; ou (iii.2) a insinuação pelo Estado de que a instituição privada é tão estreitamente ligada (*entwine*) consigo que deve ser considerada como um órgão estatal. Ainda segundo esta autora (2008, p. 158-159), um critério alternativo para a definição da ação estatal (*state action*), com base nas decisões proferidas nos casos *Shelley v. Kraemer*, *Lugar v. Edmonson Oil Co.*, *Jackson v. Metro. Edison Co.* e *Moode Lodge No. 107 v. Irvis*, seria considerar a instituição privada como um órgão público nas hipóteses em que Estado positivamente autoriza (*authorizes*), encoraja (*encourages*) ou facilita (*facilitate*) uma conduta privada inconstitucional.⁷¹

Uma releitura dos critérios identificados anteriormente pode ser útil na definição da natureza jurídica pública ou privada das instituições autorreguladoras, pois, conforme se verá a seguir, o crescente apoio à atuação das instituições privadas autorreguladoras dos mercados financeiros e de capitais indica que (i) o exercício de poderes ou funções anteriormente praticadas por órgãos reguladores estatais vem sendo delegado ou transferido para instituições privadas; ou (ii) a relação existente entre a atuação dos órgãos reguladores estatais e as instituições autorreguladoras privadas é próxima a ponto de estas instituições poderem vir a ser consideradas repartições públicas. Por exemplo, nos casos (i) das autorizações conferidas pela CVM para que instituições privadas façam o “credenciamento” ou a “certificação” necessária para o exercício de atividades profissionais ou empresariais (ANCORD, APIMEC, ANBIMA); (ii) da adoção, pelo BACEN, da metodologia de precificação de títulos públicos definida pela ANBIMA⁷² para a negociação de títulos públicos na Plataforma Eletrônica de Títulos do SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia “gerido pelo Banco Central

⁷¹ Este último critério pode ser especialmente relevante quando uma instituição autorreguladora privada precisa restringir direitos fundamentais de outras instituições privadas. Também interessa destacar que a relativização da distinção entre esfera pública e esfera privada permite concluir que hoje, no início do século XXI, falar em espaço público não implica necessariamente falar estatal, de modo que os controles públicos a que as instituições privadas autorreguladoras poderiam estar sujeitas não precisariam necessariamente ser idênticos àqueles aplicáveis aos órgãos estatais.

⁷² Apesar do parágrafo único do artigo 11 da Carta Circular nº 3.568, de 19 de outubro de 2012, mencionar “Código de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado Aberto”, este código de autorregulação não está disponível para consulta na página da ANBIMA na rede mundial de computadores (http://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/autorregular.htm#). Data de acesso: 28 nov. 2017.

do Brasil e por ele operado em *parceria* com a Anbima”;⁷³ ou (iii) de *dispensa* de realização pela CVM de audiência pública prévia à aprovação de nova regra aplicável ao mercado de fundos de investimento em participações⁷⁴ porque a *proposta* de criação e o conteúdo da regra teria sido “*apresentada e aceita* pelos *participantes* do mercado, por meio de fóruns de discussão promovidos pela ANBIMA e ABVCAP”.⁷⁵

2.1.1.1.1 Exercício de poder de polícia por autorreguladores privados

Uma das principais questões jurídico-administrativas relacionadas com o conceito de autorregulação dizem respeito à eventual possibilidade de exercício de poder de polícia administrativa pelas instituições privadas atuantes na autorregulação. Isso porque, deve-se questionar se o estabelecimento de regras, a supervisão e a fiscalização dos mercados financeiro e de capitais por pessoas jurídicas de direito privado tem como premissa a possibilidade do exercício de poder de polícia estatal pelas instituições autorreguladoras privadas.

Antes de analisar a discussão sobre a possibilidade do exercício de poder de polícia estatal por instituições privadas, é necessário esclarecer dois pontos. Primeiro, que esta discussão se aplicaria nos casos em que a autorregulação é mandatada ou sancionada (pois o envolvimento do Estado no “reconhecimento” da autorregulação poderia implicar transferência ou delegação desta prerrogativa estatal para o particular). Segundo, percebe-se o embate entre uma posição doutrinária tradicional do direito administrativo no sentido da impossibilidade do exercício deste poder (bem como de outras funções estatais) por particulares e outra, recente, no sentido de que é possível sua delegação ou transferência. Porém, tal delegação ou transferência deve vir acompanhada de um regime jurídico de direito público.

⁷³ Itálico adicionado. Fonte: <https://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/Selic.asp?IDPAI=SPBLIQTIT>. Data de acesso: 28 nov. 2017.

⁷⁴ No caso, a Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.

⁷⁵ Itálicos adicionados. Fonte: Memorando nº 18/2017-CVM/SDM, datado de 16 de agosto de 2017, disponível para consulta em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst_589__Manifestacao_SDM.pdf. Data de acesso: 28 nov. 2017.

Citam-se, como exemplos da posição tradicional que atesta a impossibilidade da delegação do poder de polícia, os trabalhos de Marques Neto (1999, p. 172) e Mello (2006, p. 7), os quais, respectivamente, afirmam que:

Esse núcleo de atividades inerentes ao Estado (e, portanto, indelegáveis, intransferíveis) parece cingir-se àquelas atividades para o exercício das quais seja imprescindível o poder político, o poder estatal. Resumem-se elas, a meu ver, ao exercício último da produção do Direito, do monopólio do uso da força e da imposição de tributos. Ou seja, cuida-se apenas daquelas atividades que exercidas como inerência do poder de coerção (balizado pela Lei) que justifica a existência do Estado. Nos dizeres de Max Weber, que pressuponham o monopólio da violência (efetiva ou simbólica) legítima.

A atividade conhecida entre nós como ‘Polícia Administrativa’ – hoje estudada, preferencialmente sob a designação de ‘Limitações Administrativas à liberdade e à propriedade’ – corresponde à ação administrativa de efetuar os condicionamentos legalmente previstos ao *exercício* da liberdade e da propriedade das pessoas, a fim de compatibilizá-lo com o bem-estar social. Compreende-se, então, no bojo de tal atividade, a prática de atos preventivos (como autorizações, licenças), fiscalizadores (como inspeções, vistorias, exames) e repressivos (multas, embargos, interdição de atividade, apreensões).

(...)

8. Os atos jurídicos expressivos de *poder público*, de *autoridade pública*, certamente não poderiam, ao menos em princípio e salvo circunstâncias excepcionais ou hipóteses muito específicas, ser delegados a particulares, ou ser por eles praticados (caso ‘*exempli gratia*’, dos poderes reconhecidos aos capitães de navio).” (itálicos no original)

Ressalte-se que, apesar da aparente superação doutrinária (conforme indicado a seguir) da tese da indelegabilidade de funções públicas administrativas, no geral, e de poder de polícia administrativa, especificamente, para particulares, este é o posicionamento adotado pelos casos paradigmáticos sobre o tema que foi julgado pelos tribunais superiores no Brasil. No STF, foi julgada, em 7 de novembro de 2002, a ADIn nº 1.717-6 (Relator Min. Marco Aurélio), na qual a Corte Suprema decidiu pela inconstitucionalidade da fiscalização das profissões em regime jurídico de direito privado (previsto no artigo 58 da Lei nº 9.649, de 27 de maio de 1998). Nesta decisão, o STF firmou posição no sentido de que as autarquias profissionais têm natureza jurídica de direito público e devem funcionar sob este regime. No STJ, foi julgado, em 10 de novembro de 2009, o Resp. nº 817.534/MG (Relator Min. Mauro Campbell Marques), no qual a Corte Superior decidiu pela impossibilidade de aplicação de multas de trânsito por sociedade de economia mista com fundamento (i) na concepção de que apenas pessoas jurídicas de direito público, integrantes da administração direta, é que poderiam exercer poder de polícia; e (ii) no potencial conflito de interesses existente entre a finalidade lucrativa (da sociedade de economia mista) e o dever de aplicar multas decorrentes do exercício do poder de polícia administrativa. Na visão da Corte Superior estes benefícios seriam irreconciliáveis entre si.

Vale ressaltar, ainda, o *leading case* na jurisprudência americana sobre a possibilidade de delegação de funções públicas (*rulemaking authority*) para a autorregulação: o caso *A.L.A. Schechter Poultry Corp. v. United States* (conhecido como *Sick Chicken Case*, pela suposta venda de galinhas em desacordo com códigos de conduta setoriais). Neste caso, julgado pela Suprema Corte americana em 1935, foi declarada a inconstitucionalidade das partes do *National Industrial Recovery Act* – NIRA e da atuação na *National Recovery Administration* – NRA, que previam uma delegação ampla de poderes legislativos para entidades de classe (*trade associations*) estatuais. Tais delegações criaram permissões amplas para que associações de classe interferissem nas atividades econômicas dos participantes do mercado por meio do estabelecimento de medidas sanitárias e de padrões de qualidade.

Em sentido oposto, considerando a possibilidade da delegação de poder de polícia administrativa a particulares, citam-se Gonçalves (2008),⁷⁶ Pereira (2013),⁷⁷ Cunha Filho (2013),⁷⁸ Klein (2014)⁷⁹ e Marrara (2015).⁸⁰ Apesar das críticas pontuais que podem ser feitas

⁷⁶ “A delegação – legal ou administrativa – investe a entidade privada da ‘competência de exercício’ de poderes públicos e, na mesma medida, de uma capacidade de direito público. O ato de delegação deve, naturalmente, cumprir um *princípio de especificação* ou de *determinação* do círculo de poderes públicos cujo exercício é transferido. Como sabemos, a entidade privada só detém os poderes públicos taxativamente enumerados, cabendo ao ato proceder a essa enumeração de forma rigorosa.” (Itálicos no original) (Gonçalves, 2008, p. 1030).

⁷⁷ “Para além das hipóteses reconhecidas no ordenamento jurídico, os fundamentos teóricos das indelegabilidades do poder de polícia administrativa foram refutados. A propósito da autorização constitucional para a delegação, destacamos o fato de inexistir vedação à transferência da atividade de poder de polícia administrativa a particulares, e, por outro lado, a ocorrência de dispositivos constitucionais que conferem aderência à tese da delegabilidade. (...) os requisitos necessários para a transferência da atividade de polícia administrativa a particulares são: a) previsão legal sobre a delegação; b) previsão legal de parâmetro por meio do devido processo administrativo; e c) previsão legal que assegure a isonomia na escolha do agente delegado.” (Pereira, 2013, p. 167).

⁷⁸ “No âmbito da autorregulação privada encontramos uma situação peculiar. Nestes casos, inclusive estimulados pelo governo, os próprios particulares associam-se a uma entidade que possui competência para exercer poder de polícia em face de seus membros. Quando a filiação à organização reguladora é facultativa, pode-se dizer que é o próprio particular que decide se submeter à fiscalização e punição de um terceiro, o que legitimaria a atuação deste. Contudo, se a filiação é obrigatória, em tese haveria não só violação ao princípio da liberdade de associação, como ao da indelegabilidade do poder de polícia a particulares. (...) Finalmente no que concerne aos particulares, propusemos algumas condições para a delegação válida do poder de polícia, a saber: 1) a delegação deve se dar como instrumento para a prestação de serviços públicos; 2) previsão legal; 3) competência pontual e com atividades enumeradas; 4) submissão a regime de direito público e controle do Estado; 5) não envolver decisão relevante acerca de atividade discricionária estatal; e 6) não implicar emprego de meios coativos.” (Cunha Filho, 2013, p. 184-186).

⁷⁹ “Após a definição dos limites que incidem sobre a delegação do exercício de poder de polícia por entidades privadas, cabe propor alguns requisitos a serem observados [na delegação]: (...) *prévia programação dos critérios e procedimentos a serem observados* (...) *garantia de objetividade e impessoalidade na execução das atividades delegadas* (...) *delegação do exercício dos poderes públicos necessários ao desempenho da atividade principal*. (...) *A necessidade de autorização legal para a delegação do exercício de poder de polícia*.” (Itálicos no original) (Klein, 2014, p. 376-382).

a estes posicionamentos doutrinários, o que fugiria ao escopo do presente trabalho, vale ressaltar os seus pontos em comum: (a) necessidade de lei em sentido estrito para operar a delegação, (b) objetividade dos termos da delegação, (c) impessoalidade na escolha do particular e (d) vinculação da função de polícia delegada a alguma outra atividade ou função desempenhada pela administração pública. Considerou-se resumir os critérios para delegação listados anteriormente porque, conforme se verá nos itens seguintes, é possível identificar casos em que tais recomendações doutrinárias parecem não ter sido levadas em consideração na definição dos arranjos regulatórios atualmente existentes nos mercados financeiro e de capitais brasileiros em relação à autorregulação.

2.1.1.1.2 Regras da autorregulação e o sistema jurídico

Neste ponto do trabalho será discutida a possibilidade das regras criadas pelas instituições autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais integrarem o sistema jurídico. Inicialmente, ressalta-se, contudo, que dizer que as regras criadas pela autorregulação podem vir a integrar o sistema jurídico não significa dizer necessariamente que tais regras sejam idênticas em efeitos, conteúdo, carga normativa ou legitimidade democrática das regras legais ou regulamentares produzidas pelo Estado ou que se esteja aderindo, no presente trabalho, a alguma concepção pluralista de direito.

Conforme informado na introdução do presente trabalho, o conceito de Direito que norteia a análise desenvolvida no presente trabalho é aquele proposto por Herbert L. A. Hart (2007[1961]). Para este autor, um conjunto de regras (pré-jurídico) se converterá em um sistema jurídico quando estiverem presentes as regras primárias (regras de conteúdo substantivo) e as regras secundárias (regra de reconhecimento, de alteração e de adjudicação).

⁸⁰ “Em última instância, a delegação de ato de polícia, para ser válida, exige uma sequência de considerações. Em primeiro lugar, há que se verificar se a atividade em questão é normativa ou executória, dado que as competências normativas legislativas ou administrativas são indelegáveis a particulares por sua natureza e por mandamento legal, já que dependem de legitimação democrática, a qual não faltará quando realizadas por particulares. Em segundo lugar, é preciso verificar se a tarefa executória, a princípio delegável, envolve atos jurídicos concretos ou atos materiais, pois os primeiros consistem no exercício de autoridade que afeta a liberdade dos particulares, de modo que não devem ser delegados sob pena de quebra da indisponibilidade do interesse público e da isonomia dos membros do corpo social. Em terceiro lugar, mesmo em relação a atos executórios, é importante verificar se existe, no Estado, órgão com competência exclusiva para praticá-lo, o que ocorre, muito frequentemente, com atos de cunho opinativo (como laudos e pareceres), os quais influenciam significativamente a decisão jurídica final. Nesse caso, ainda que o ato seja acessório ou material, a competência estatal para realizá-lo não poderá ser modificada pela autoridade pública, impedindo-se que qualquer tipo de delegação a particulares, por ato ou contrato, seja levado a cabo.” (Marrara, 2015, p. 275).

Dentre as regras secundárias, a regra de reconhecimento é responsável por estabelecer uma “fronteira” que distingue as regras jurídicas das demais regras identificadas na sociedade.

Neste sentido, Hart (2007[1961], p. 128) afirma que:

Há, portanto, duas condições mínimas necessárias e suficientes para a existência de um sistema jurídico. Por um lado, as regras de comportamento que são válidas segundo os critérios últimos de validade do sistema devem ser geralmente obedecidas e, por outro lado, as suas regras de reconhecimento especificando os critérios de validade jurídica e as suas regras de alteração e de julgamento devem ser efetivamente aceites como padrões públicos e comuns de comportamento oficial pelos funcionários [*officials*, no original]. (...) A segunda condição deve também ser satisfeita pelos funcionários do sistema. Eles devem encarar estas regras como padrões comuns de comportamento oficial e considerar criticamente como lapsos os seus próprios desvios e os de cada um com os dos outros.

No conceito de direito proposto por Hart (2007[1961]) um grupo ganha especial relevância o grupo responsável por identificar quais regras integram o sistema jurídico válido ou não: os *officials*. Este grupo é composto de autoridades públicas (leiam-se “estatais”) e os juízes, que comporiam o grupo reconhecedor relevante.⁸¹ Neste sentido, Bogossian (2005, p. 88) afirma que:

Hart não parece identificar precisamente o grupo que tem em mente, de modo que é possível achar passagens contraditórias na versão original e no pós-escrito d’O Conceito de Direito, sendo essa uma questão que parece não ter recebido a devida atenção de seus comentadores. Entretanto, parece que, para Hart, dois grupos se destacam: o dos *officials* e o dos juízes. Isso porque, como já mencionado, para o autor d’O Conceito de Direito, apenas a aceitação destes grupos é condição necessária para a existência de um ordenamento jurídico; é possível, mas não necessário, que as pessoas que não possuem poderes legais (os leigos, cidadãos comuns) compartilhem a aceitação da regra de reconhecimento.

Sendo assim, as regras produzidas pela autorregulação dos mercados financeiros e de capitais integrarão o sistema jurídico na medida em que passem a ser sistematicamente reconhecidas por juízes e autoridades públicas integrantes do sistema jurídico. O que, conforme se verá nos exemplos da deferência concedida por magistrados ou por agentes públicos (especialmente aqueles atuantes nos órgãos públicos reguladores dos mercados financeiro e de capitais) citados ao longo do presente trabalho, vem aumentando gradativamente à medida que a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais se consolida. Contudo, vale citar, por todos, a seguinte sentença judicial como um exemplo da

⁸¹ Sobre quais agentes estatais seriam responsáveis pelo reconhecimento, Bogossian (2015, p. 90) informa que: “Na primeira versão d’O Conceito de Direito, Hart parece indicar que são apenas os *officials* – as ‘autoridades públicas’ ou ‘agentes públicos’ os responsáveis pela aplicação do direito dentro e fora das cortes. Os comentadores de Hart identificam nesta categoria desde Chefes do Executivo e Parlamentares até meros funcionários públicos encarregados de serviços burocráticos e de aplicação do direito como policiais, fiscais, etc.”

forma pela qual os juízes poderiam tratar as regras emanadas das associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais regras integrantes do sistema jurídico:⁸²

Processo 1104179-71.2014.8.26.0100 – Procedimento Comum – Inadimplemento – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM – [Omissis] CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS – Vistos.BMFBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM ajuizou AÇÃO ORDINÁRIA DE COBRANÇA contra [Omissis] CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, alegando, em síntese, que nos termos da Lei nº 6.385/76 e da Instrução CVM nº 461/07, é responsável pela fiscalização de todos os participantes que atuam nos mercados administrados pela BMFBOVESPA, o que abrange a competência para instaurar, instruir e julgar os processos administrativos e disciplinares, bem como aplicar as respectivas penalidades, nos termos do artigo 3º, incisos IV e V, do Estatuto Social da associação-autora; que, em outubro de 2008, foram protocoladas duas reclamações perante o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) da autora, em razão de supostos prejuízos sofridos por duas empresas investidoras; que, no curso dos processos de MRP, (...) **Induvidoso, na hipótese dos autos, que a requerida é instituição devidamente autorizada pelos órgãos reguladores a intermediar operações nos mercados de bolsa de valores e/ou balcão organizado;** a Bolsa de Valores de São Paulo é a entidade administradora desses mercados, devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM); e a BSM, ora autora, é uma associação civil sem fins lucrativos. (...) É incontroverso que os fatos objeto do PAD 1/11, instaurado contra a requerida e o sócio-diretor, foram praticados nos mercados administrados pela BMFBovespa, estando a corretora, portanto, **sob a fiscalização da autora, entidade reguladora competente para a fiscalização das condutas atribuídas à ré.** Não cabe a este juízo a análise do mérito do processo administrativo instaurado, sendo possível, apenas, a análise da legalidade do procedimento. (...) O Termo de Acusação (fls. 172/184) apresenta clara descrição dos fatos imputados a ora ré, e houve a referência expressa aos artigos das Instruções CVM que teriam sido infringidos pela ré. A ré foi devidamente intimada da instauração do Processo Administrativo (PAD) nº 1/11 e do prazo de defesa (fls. 201/202), requereu a prorrogação desse prazo (fls. 205/206), o que lhe foi concedido (fls. 209/210). (...) **Não se olvida que as instituições que integram o Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários estão sujeitas, na prática, a um autêntico contencioso administrativo, haja vista que o controle jurisdicional dos atos praticados pelo Pleno do Conselho de Supervisão da BSM fica restrito aos aspectos formais do procedimento.** (...) Ante o exposto, JULGO PROCEDENTE a ação de cobrança ajuizada por BMFBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS – BSM contra UM INVESTIMENTOS S/A CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS para condenar a ré ao pagamento do valor de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) à autora, relativo às multas que lhe foram aplicadas no PAD 1/11, acrescido de correção monetária e dos juros moratórios previstos no inciso I, da Deliberação CVM nº 501/06,⁸³ a contar de sua formal constituição em mora, em 20/10/2014 (cinco dias após a intimação

⁸² Sentença proferida pelo Juízo da 45ª Vara Cível do Foro Central Cível da Comarca da Capital do Estado de São Paulo, publicada em 1º de novembro de 2017, nas páginas 823 a 826 do Diário de Justiça Eletrônico do Estado de São Paulo. Disponível em: <https://justtotal.com/diarios/tjsp-01-11-2017-judicial-1a-instancia-capital-pg-824-texto>. Data de acesso: 29 nov. 2017.

⁸³ Chama a atenção como exemplo de confusão entre esfera pública e esfera privada na autorregulação do mercado de capitais o fato do juízo ter decidido pela aplicação da Deliberação CVM nº 501/06 para o cálculo dos juros incidentes sobre a “multa” aplicada pela BSM. Pois, o artigo 1º dessa deliberação delimita expressamente o âmbito de sua aplicação para as penalidades aplicadas pela CVM, e não pela BSM ou outras instituições autorreguladoras, as quais, por ser instituições privadas, em tese deveriam seguir as regras de cálculo de juros de mora aplicáveis aos créditos cobrados pelas demais pessoas naturais e jurídicas de direito privado (1% ao mês, conforme o artigo 406 do CC/02 e do parágrafo 1º do artigo 161 do CTN).

administrativa para o pagamento). A ré arcará, ainda, com o pagamento de custas, de despesas processuais e de honorários de sucumbência, que fixo em 10% do total da condenação. (Grifou-se)

Pela leitura da decisão judicial, percebe-se que o juízo conferiu às regras expedidas pela associação autorreguladora privada, a BSM, o mesmo tratamento conferido às regras emitidas pelo órgão regulador estatal, a CVM, e se referiu a esta instituição privada como se fosse um órgão público integrante da estrutura do Estado e da regulação estatal.⁸⁴ Se, por um lado, a futura possível definição das regras emanadas pelas autorreguladoras privadas integrantes do sistema jurídico pode resolver algumas questões (por exemplo, os cânones de interpretação aplicáveis ou a possibilidade de aplicação das regras de solução de antinomias no sistema jurídico); por outro, traz seus questionamentos próprios. Tais como, as dúvidas sobre quais seriam as suas competências, motivação, devido processo para elaboração e controles materiais, formais e democráticos.

2.1.1.1.3 Existe uma “instância” administrativa autorreguladora?

Neste ponto do trabalho, será discutida a possibilidade de existência de uma jurisdição administrativa autorreguladora. Tendo em vista que alguns autores de direito internacional e de administrativo contemporâneo vêm defendendo que a adoção de mecanismos de governança privada e de autorregulação cria um direito administrativo sem Estado ou um direito administrativo privado (Binembojm, 2016), é importante analisar se, e como, o direito administrativo ou, em sentido *latu*, o direito público se relaciona com a autorregulação. Por exemplo, se seria o momento de considerar uma instituição como a ANBIMA (autorregulação voluntária) dotada de um dever-poder administrativo por estar em suposta posição *hierárquica* (Donaggio, 2016) (Brenneke, 2016) superior aos seus associados e demais membros dos setores da economia por ela autorregulados.

A concepção de que as associações privadas autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais estariam nesta posição hierarquicamente superior aos demais membros do setor autorregulado, bem como aos seus associados, é defendida por Brenneke (2016). Apesar desta autora não chegar a desenvolver o conceito de hierarquia entre agentes privados nem de

⁸⁴ Outro ponto passível de crítica na sentença em comento é a aparente ausência de distinção entre os conceitos de mercado de valores mobiliários e de mercado de bolsa de valores.

direito administrativo privado, este posicionamento se demonstra, a princípio, equivocado na medida em que a estruturação das relações em termos de “hierarquia” remete à ideia de controle central e estrutura piramidal de organização, um tipo de estrutura de análise típica da relação interna dos órgãos do Estado e entre este e a sociedade. Porém, este tipo de estrutura piramidal e centralizada vem sendo superado até mesmo nas análises das formas organizativas do Estado (Guerra, 2012) e do sistema jurídico (Black, 2001). Ademais, a relação institucional havida entre um particular e uma associação não implica necessariamente uma situação de *sujeição* tal como a verificada entre um agente privado e a administração pública. Deste modo a natureza institucional da relação ocuparia um espaço intermediário entre a igualdade contratual e a “hierarquia”⁸⁵ havida entre os indivíduos e o Estado.

Esta discussão é mais relevante ainda quando se discute a autorregulação voluntária, ou seja, aquela desenvolvida por agentes privados sem algum nível de interação e participação com o Estado. Nestes casos, a rigor, estaríamos diante de um campo de incidência do direito privado. Neste ramo do direito vigora a premissa hoje facilmente contestável,⁸⁶ dadas as variegadas situações de hipossuficiência verificáveis na prática, de que as partes contratantes estão em pé de igualdade para negociar a estabelecer, de comum acordo, as disposições que lhes serão aplicáveis em seu relacionamento contratual.

Na perspectiva da igualdade entre as partes *contratantes* seria problemático falar na existência de algo como um direito administrativo próprio. Uma vez que a existência de um direito administrativo necessariamente depende da possibilidade, legalmente autorizada e legitimada, de sujeição de um particular perante a administração. Ou seja, aqui, estamos falando não em igualdade de posições jurídicas, mas sim em instâncias e níveis diferentes de poder (seja jurídico, econômico ou social) e capacidade de atuação.

⁸⁵ A expressão hierarquia é utilizada aqui para fins de simplificação, dado que em estados democráticos de direito, onde o Estado está adstrito aos controles e limites constitucionais e legais que lhe são próprios seria incorreto afirmar que o Estado está *acima* da sociedade, pois o Estado está *na* sociedade.

⁸⁶ Por exemplo, (i) nas relações entre consumidores considerados hipossuficientes diante dos fornecedores de produtos e serviços em suas relações de consumo e, portanto, titulares de uma série de proteções legais, inscritas, dentre outros, no artigo 6º da lei 8.078, de 11 de setembro de 1990; (ii) nas relações entre duas sociedades empresárias que tenham diferentes níveis de poder econômico entre si, de modo que uma consiga impor suas condições à outra que tem menor poder compensatório (*countervailing power*) (Goldberg, 2006); e (iii) nos casos em que os contratos funcionem menos como instrumentos jurídicos para viabilizar trocas econômicas (contratos sinalagmáticos) e mais como instrumentos para “regular” condutas inter partes.

Todavia, considerar a criação deste tipo de vínculo entre dois ou mais agentes privados como contratual é algo, no mínimo, questionável, uma vez que apesar de formalmente iguais as partes do “contrato” de adesão à autorregulação não estão em completa isonomia entre si. Dado que, de um lado, temos uma associação representativa de interesses de um setor importante da economia, controlada e gerenciada, pelos principais agentes deste setor. E, de outro, temos uma sociedade empresária ou instituição financeira que poderá, ou não, ter algum nível de poder negocial ou compensatório (*countervailing power*). Assim, as disposições estabelecidas pela associação podem, simplesmente, ser impostas à sociedade empresária ou à instituição financeira aderente às regras de autorregulação totalmente privada sem que essa sociedade ou instituição financeira possa, de forma realista, opor qualquer resistência efetiva às regras e penalidades que se lhe querem ver impostas pela instituição autorreguladora de mercado.

Deste modo, é lícito considerar que o vínculo existente entre a associação autorreguladora e a instituição financeira ou sociedade aderente à autorregulação é de natureza institucional e não meramente contratual.

Considerando, então, que a relação mantida entre a sociedade ou instituição financeira aderente à autorregulação não é estritamente contratual, ou seja, não pode ser analisada com base unicamente nas regras de hermenêutica aplicáveis na interpretação de contratos, cabe discutir qual seria então a natureza deste vínculo desigual mantido entre a associação autorreguladora e o autorregulado. Segundo Gressaye e Légal (1938, p. 47) e Donaggio (2016, p. 118), este vínculo poderia se dá via o exercício de poderes privados, ou seja, de casos em que uma das partes tem a prerrogativa legal de influir na esfera jurídica dos associados. De estrutura semelhante aos direitos potestativos.

Considerando a possibilidade de existência de uma administração privada dotada de um direito administrativo próprio constituído e aplicado sobre bases diferentes das regras de direito privado comum, seria possível questionar se as regras deste novo direito administrativo privado configurariam uma instância administrativa singular ao ponto das decisões proferidas pelas instituições autorreguladoras terem natureza jurídica de ato jurisdicional (sentença) ou mista (contratual e jurisdicional) – a exemplo da discussão em torno da natureza jurídica da sentença arbitral. Ou seja, seria possível considerar, tal como é considerado nos julgamentos realizados por árbitros ou tribunais arbitrais (nos termos do

artigo 31 da Lei 9.307, de 23 de setembro de 1996, e do inciso VI do artigo 515 do Código de Processo Civil), se houve um caso de conhecimento e aplicação do direito estatal por instituições não integrantes da estrutura do Estado e por pessoas não investidas das prerrogativas de agentes políticos do Estado (tal quais os magistrados) auxiliadas por servidores públicos.

Em que pese o eventual futuro sucesso e consolidação, no direito brasileiro, de um direito administrativo privado (análise *de lege ferenda*), seria possível defender a juridicidade da conjectura manifestada no parágrafo anterior. Contudo, em uma análise da juridicidade das decisões proferidas pela autorregulação com base no sistema jurídico brasileiro atualmente vigente (análise *de lege lata*) é correto ponderar que as decisões proferidas pela autorregulação (i) não são dotadas de autoexecutoriedade (pois não são decisões da administração pública), (ii) não são títulos executivos extrajudiciais, ao contrário do que sugere Gobbi (2012); e (iii) não produzem títulos executivos judiciais, tal como as sentenças arbitrais. Ressalta-se que a definição da natureza jurídica mista ou jurisdicional da sentença arbitral decorre dos efeitos que lhe são atribuídos pela lei de arbitragem e pelo Código de Processo Civil e inexistente no direito brasileiro disposição legal que atribua tais efeitos às decisões proferidas pelas instituições privadas autorreguladoras. Sendo assim, em termos práticos, uma instituição autorreguladora deverá propor uma ação judicial de conhecimento caso pretenda buscar reparação judicial aos eventuais danos que lhe tenham sido causados pelo descumprimento de alguma disposição autorregulamentar por um de seus associados. Naturalmente, sem prejuízo das penalidades institucionais previstas nos documentos associativos da instituição (governança, poder sancionador das instituições privadas).

2.1.1.1.3.1 Recurso hierárquico e revisão de ofício

Interessa identificar se existiria a possibilidade de revisão de ofício ou de apresentação de instrumento jurídico semelhante a um recurso administrativo (representação, reclamação, revisão, pedido de reconsideração, recurso hierárquico próprio e recurso hierárquico impróprio) sobre as decisões tomadas pelas instituições autorreguladoras. Neste sentido, seria possível afirmar que as decisões proferidas pelas associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais (i) devem, necessariamente, ser passíveis de revisão pelo órgão regulador responsável pelo setor regulado em questão e (ii) são passíveis de sindicabilidade

pelo poder judiciário. Em uma primeira abordagem é intuitivo supor que todas as decisões tomadas pelas associações autorreguladoras reconhecidas ou de base legal seriam sempre passíveis de revisão pelo órgão responsável por fiscalizar suas atividades. Da mesma forma como as decisões tomadas por uma autarquia integrante da administração pública federal,⁸⁷ estadual ou municipal são passíveis de revisão pelo órgão hierarquicamente superior e responsável por fiscalizar as suas atividades.

Contudo, no caso da autorregulação exercida pelas instituições administradoras de mercados organizados de balcão ou de bolsas de valores mobiliários não existe esta possibilidade de revisão pela administração pública, pois, apesar de a Instrução CVM nº 461/07 estabelecer a necessidade de um duplo grau de decisão na esfera autorregulatória, a possibilidade de revisão pela administração pública das penalidades aplicadas pela autorregulação não é prevista na Instrução CVM nº 461/07, cujo parágrafo 3º do artigo 49 estabelece expressamente que das decisões tomadas pelas instituições administradoras de mercados organizados de valores mobiliários não são passíveis de recurso para CVM:

Art. 49. A violação das normas cuja fiscalização incumba ao Departamento de Autorregulação sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.
(...)
§3º Das decisões do Conselho de Autorregulação não cabe recurso à CVM.

Nesta instrução, apenas existe previsão de recurso para a CVM das decisões que tenham negado o ressarcimento pelo Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP, nos termos dos artigos 81 e 82.

A falta da possibilidade ampla de apresentação de recurso para o órgão estatal regulador setorial da autorregulação gera, no mínimo, dois problemas na estruturação do relacionamento entre um regulador e um autorregulador. O primeiro é relacionado com a origem, pois temos um agente delegado (o regulador setorial) que se exime da responsabilidade de regular e transfere suas prerrogativas para um autorregulador com natureza jurídica de direito privado. O que não foi considerado possível nem mesmo pela lei,

⁸⁷ Existe controvérsia sobre a possibilidade de apresentação de recurso hierárquico impróprio contra as decisões das agências reguladoras. Em sentido positivo, ver o Parecer nº AC – 051, de 16 de junho de 2006, da Advocacia-Geral da União – AGU, disponível em <http://www.agu.gov.br/page/atos/detalhe/idato/8453>. Data de acesso: 19 nov. 2017. Em sentido contrário, ver Alexandre Santos de Aragão (2007) “Supervisão Ministerial das Agências Reguladoras: Limites, Possibilidades e o Parecer AGU nº AC - 051” *In. Revista de Direito Administrativo*, vol. 245, Rio de Janeiro, p. 237-262, Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/42129>. Data de acesso em: 19 nov. 2017.

conforme demonstra a discussão sobre a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.717-6, julgada pelo STF em 7 de novembro de 2002, onde ficou decidida a inconstitucionalidade do artigo 58 da lei nº 9.649, de 27 de maio de 1998, o qual previa que a fiscalização das profissões regulamentadas seria realizada “em caráter privado, por delegação do poder público, mediante autorização legislativa”. Após esta decisão pelo STF, ficou pacificado o regime jurídico de direito público aplicável aos conselhos profissionais. Segundo, tem-se o problema de que as instituições administradoras de mercados de bolsa de valores mobiliários e de balcão organizados de valores mobiliários poderiam, em tese, decidir unilateralmente e influir na esfera jurídica de outras pessoas naturais e jurídicas de direito privado sem que uma eventual arbitrariedade, erro, dolo ou fraude praticada por tal membro ou instituição possa ser reavaliado por uma segunda instância administrativa. De modo que qualquer tentativa de reparação de abuso de direito, arbitrariedade, erro, dolo ou fraude pelos autorregulados deverá necessariamente ser levada para discussão no Poder Judiciário (pelo princípio da inafastabilidade da jurisdição, inciso XXXV do artigo 5º da CF/88).

Em todo caso, na hipótese de discussão judicial de uma cláusula ou regra prevista em código de autorregulação privada fica a discussão, ainda, sobre como este material será ou deverá ser analisado pelo Poder Judiciário: como um caso de descumprimento de um contrato ou como um caso de sindicabilidade de um ato administrativo (*judicial review*). Ou seja, de um caso de atuação do poder judiciário como um potencial revisor das decisões técnicas, de mérito ou formais, tomadas por um determinado órgão da administração pública. Tal distinção é relevante para que sejam definidos, por exemplo, os meios e instrumentos processuais adequados para levar a demanda ao conhecimento do Poder Judiciário, bem como os cânones de interpretação aplicáveis à matéria. Se for considerado como um caso de revisão judicial de um contrato, ao juízo será lícito analisar o conteúdo do material probatório apresentado pelas partes e contrapô-las, primeiro, ao interesse das partes na contratação e, depois, às regras jurídicas de direito privado vigentes. Por outro lado, caso venha a ser recebida a discussão pelo poder judiciário como um caso de revisão judicial de uma decisão tomada por um órgão da administração⁸⁸ (mesmo que privada), a discussão teria que ser avaliada com base na possibilidade de avaliação judicial da legalidade formal e do mérito do

⁸⁸Por instituições cujos atos podem conter manifestações de poder de polícia administrativa e de potestade do Estado (*jus imperi*) e são dotados de autoexecutoriedade.

ato. Ou seja, de sua conveniência e oportunidade na tomada de decisões meramente técnicas.⁸⁹

Em relação às regras processuais aplicáveis às ações judiciais contrárias às decisões tomadas pelas instituições privadas autorreguladoras seria possível indicar como exemplo de questão jurídica a ser resolvida, por exemplo, a definição do juiz natural para conhecer e julgar esta ação. Assim, seria necessário definir quais as regras de competência aplicáveis, se seriam cabíveis as regras para definição de competência material, territorial e funcional (i) das ações judiciais entre particulares (como regra geral o juízo competente no domicílio do réu, conforme o artigo 46 do CPC), (ii) das ações judiciais propostas por particulares contra a administração pública federal (o Juízo Federal competente no domicílio do autor, no local de ocorrência do ato que originou a demanda, ou no Distrito Federal, quando a união ou conselhos profissionais forem as partes demandadas, conforme o inciso I do artigo 109 da CF/88 combinado com o parágrafo único do artigo 51 e com o artigo 45, ambos do CPC), ou (iii) das ações judiciais propostas por particulares contra os Estados da federação ou contra o Distrito Federal (o juízo competente no domicílio do autor, no local de ocorrência do ato que originou a demanda, ou na capital do respectivo ente federado).

Outra discussão diferente se dá quando a autorregulação em questão é totalmente voluntária. Nestes casos não seria possível falar em hipótese de sindicabilidade de uma decisão administrativa técnica. Mas, tão somente, de decisão sobre a aplicação de dispositivos específicos do direito civil, tais como, por exemplo, a possibilidade de condenação ao pagamento de indenizações contra potenciais danos sofridos por terceiros em decorrência de

⁸⁹ Embora o aprofundamento da discussão sobre os limites da discricionariedade técnica da administração pública, bem como da sindicabilidade judicial das decisões “meramente” técnicas tomadas pela administração pública, esteja fora do escopo do presente trabalho, vale a pena mencionar que, por um lado, existe controvérsia sobre a possibilidade de intervenção judicial neste tipo de decisão; por outro, o argumento da neutralidade e imparcialidade da “técnica” utilizada pela administração pública ou por particulares encontra limitações. Haja vista que o discurso da técnica pode ser utilizado para veicular preferências morais, religiosas, políticas, ideológicas mais ou menos implícitas. Neste sentido, Klein (2014, p. 382) afirma que: “Atualmente, os particulares encontram-se mais capacitados e detêm os meios necessários para o exercício de diversas atividades que apresentam complexidade técnica. Mas a autoridade técnica dos particulares não é suficiente, por si só, para justificar que lhes sejam atribuídas funções públicas, podendo até mesmo proferir decisões vinculantes, com os mesmos efeitos das decisões administrativas. Essa autoridade técnica dos particulares é uma autoridade efetiva, de fato, e não se impõe juridicamente. Já a autoridade inerente aos poderes públicos é de caráter jurídico, reconhecida pelo ordenamento [jurídico], sendo dotadas das prerrogativas que lhe são próprias. A legitimidade da transferência de funções públicas não pode se apoiar na presumível autoridade técnica dos particulares. É imprescindível a legitimação democrática de tal processo, o que ocorre com a autorização legal.”

comprovada ação ou omissão do autorregulador. Adicionalmente, caso o autorregulador seja considerado um mero ente privado será aplicável o regime de responsabilidade civil previsto nos artigos 157, 186 e 927 do Código Civil de 2002; ao passo que, sendo considerado uma esfera administrativa, será aplicável o regime jurídico da responsabilidade civil do Estado.

2.1.1.1.4 Devido processo legal nos procedimentos da autorregulação

A atual falta de definição e de discussão doutrinária jurídica sobre qual regime de garantias fundamentais deve ser aplicado aos processos administrativos sancionadores de autorregulação implica uma situação paradoxal decorrente da forma como as instituições autorreguladoras do mercado de capitais estão organizadas em sua estrutura interna e padrões de funcionamento.

Por um lado, as associações autorreguladoras são instituições privadas e, portanto, não são titulares dos mesmos poderes-deveres nos quais os órgãos da administração pública estão investidos, nem estão sujeitas aos mesmos controles. Por outro, as associações autorreguladoras funcionam e adotam padrão de inter-relação com seus autorregulados emulando práticas adotadas pelas instituições reguladoras estatais. Assim, tem-se um cenário onde a autorreguladora é privada, mas tem uma “aparência” pública por que *emula* os procedimentos adotados pela administração pública. Ou seja, adota uma capa, um verniz, de autoridade que somente as instituições públicas estão investidas. Assim, as instituições privadas autorreguladoras conseguem ora transitar, ora permanecer em uma zona cinzenta, indiscernível, entre o público e o privado de modo a dificultar a identificação de qual seria o regime jurídico afinal aplicado aos seus procedimentos “administrativos” contra seus associados e os demais autorregulados.

Caso se considere que as entidades autorreguladoras exercem poder de polícia administrativa (por *delegação* ou *transferência*) ou são órgãos administrativos, integrantes da estrutura do Estado, se deverá considerar que os acusados ou investigados pela autorregulação são titulares dos mesmos direitos e obrigações que teriam caso a investigação ou processo em questão fosse conduzido pela administração pública. Com o adicional de ser, ainda, titular de direitos contra a instituição autorreguladora que a impediriam de utilizar informações sobre os profissionais ou sociedades empresárias autorreguladas para finalidades diferentes do escopo

fiscalizatório de cada processo específico ou de retransmiti-las para terceiros de modo que possam vir a ser utilizadas pela própria associação autorreguladora ou por terceiros em atividades estranhas à autorregulação ou em investimentos realizados nos mercados financeiro e de capitais. Dado que (i) no âmbito da autorregulação, profissionais e instituições concorrentes dos autorregulados poderão ter acesso às informações sigilosas sobre as atividades empresárias exercidas pelos autorregulados; e (ii) tais informações sigilosas serão protegidas pela vedação à concorrência desleal e a proteção do segredo do negócio (inciso XI do artigo 195 da Lei 9.279, de 14 de maio de 1996).

Destaca-se que a admissibilidade de instrumentos de controle típicos da ação estatal em procedimentos administrativos conduzidos por uma instituição privada autorreguladora do mercado de capitais brasileiro foi recentemente reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal na decisão da Medida Cautelar na Reclamação nº 14.284 proferida pelo Ministro Marco Aurélio em 22 de dezembro de 2012:

A transferência de funções públicas tipicamente regulatórias, inclusive com poderes de polícia, para entidades privadas é um fenômeno que vem sendo verificado cada vez com maior frequência. A autorregulação não é um problema quando se trata de associações particulares em que o ingresso e submissão às regras por ela impostas dependem da aquiescência do participante. Contudo, a questão ganha complexidade se essas normas se destinam a agentes não associados ou a atividades privadas de interesse público relevante, caso do mercado de valores mobiliários. Tais delegações se tornam legítimas apenas diante da existência de parâmetros de controle e supervisão pelo Poder Público, bem como de instrumentos eficazes para assegurá-los. A propósito do tema, vale transcrever a seguinte passagem doutrinária:

Quando a pessoa se submete voluntariamente à regulação de associações privadas, a questão jurídica não é tão grave, caso em que estamos diante da autorregulação privada, decorrente do exercício associativo da autonomia da vontade. Mas, quando a lei impõe que mesmo os não associados estarão inevitavelmente sujeitos a essa regulação editada por particulares, várias delicadas questões constitucionais se colocam, como a impossibilidade de associações privadas exercerem poderes de autoridade e a vedação de delegação dos poderes públicos a particulares. A tendência é que tal delegação de poderes públicos seja admitida desde que sujeita a algum controle do Estado (Alexandre dos Santos Aragão, *Curso de direito administrativo*, 2012, p. 204).

Cumpra acrescentar ser entendimento pacífico do Supremo a admissibilidade de utilização dos instrumentos típicos de controle da Administração Pública em relação a entidades privadas no exercício de funções públicas. Assim foi decidido, por exemplo, em mandado de segurança impetrado contra atos de instituições de ensino privado (Recurso Ordinário em Mandado de Segurança nº 10.173, relator ministro Ari Franco, julgado pelo Plenário em 30 de julho de 1962). O mesmo ocorre no tocante ao cabimento da suspensão de segurança formalizada por entidade de direito privado que tenha sob tutela o interesse público (confirmam as decisões monocráticas proferidas nas Suspensões de Liminar nº 274/PR, relator ministro Gilmar Mendes, e nº 34/DF, relator ministro Maurício Corrêa).

3. Ante o quadro, defiro parcialmente a liminar para assegurar o acesso dos reclamantes ao inteiro teor dos procedimentos administrativos sancionatórios em trâmite na Comissão de Valores Mobiliários e na BM&F Bovespa Supervisão de Mercados – BSM, inclusive aos termos da denúncia anônima que lhes deu origem. (Itálico no original)

2.1.1.1.4.1 Eficácia dos direitos fundamentais na autorregulação

A tese da eficácia dos direitos fundamentais nas relações entre particulares tem ampla aceitação na doutrina jurídica nacional (Sarmiento, 2004) (Steinmetz, 2004) (Silva, 2005a, 2005b) e portuguesa (Gonçalves, 2008) e, recentemente, vem sendo defendida também na análise da autorregulação (Silva, 2012) (Ferrari, 2015).

Importante ressaltar que a eficácia dos direitos fundamentais nas relações privadas foi reconhecida pelo STF no julgamento do RE nº 201.819-8/RJ, realizado em 11 de outubro de 2005 (Relatora Min. Ellen Gracie:

EMENTA: SOCIEDADE CIVIL SEM FINS LUCRATIVOS. UNIÃO BRASILEIRA DE COMPOSITORES. EXCLUSÃO DE SÓCIO SEM GARANTIA DA AMPLA DEFESA E DO CONTRADITÓRIO. EFICÁCIA DOS DIREITOS FUNDAMENTAIS NAS RELAÇÕES PRIVADAS. RECURSO DESPROVIDO. I. EFICÁCIA DOS DIREITOS FUNDAMENTAIS NAS RELAÇÕES PRIVADAS. As violações a direitos fundamentais não ocorrem somente no âmbito das relações entre o cidadão e o Estado, mas igualmente nas relações travadas entre pessoas físicas e jurídicas de direito privado. Assim, os direitos fundamentais assegurados pela Constituição vinculam diretamente não apenas os poderes públicos, estando direcionados também à proteção dos particulares em face dos poderes privados. II. OS PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS COMO LIMITES À AUTONOMIA PRIVADA DAS ASSOCIAÇÕES. A ordem jurídico-constitucional brasileira não conferiu a qualquer associação civil a possibilidade de agir à revelia dos princípios inscritos nas leis e, em especial, dos postulados que têm por fundamento direto o próprio texto da Constituição da República, notadamente em tema de proteção às liberdades e garantias fundamentais. O espaço de autonomia privada garantido pela Constituição às associações não está imune à incidência dos princípios constitucionais que asseguram o respeito aos direitos fundamentais de seus associados. A autonomia privada, que encontra claras limitações de ordem jurídica, não pode ser exercida em detrimento ou com desrespeito aos direitos e garantias de terceiros, especialmente aqueles positivados em sede constitucional, pois a autonomia da vontade não confere aos particulares, no domínio de sua incidência e atuação, o poder de transgredir ou de ignorar as restrições postas e definidas pela própria Constituição, cuja eficácia e força normativa também se impõem, aos particulares, no âmbito de suas relações privadas, em tema de liberdades fundamentais. III. SOCIEDADE CIVIL SEM FINS LUCRATIVOS. ENTIDADE QUE INTEGRA ESPAÇO PÚBLICO, AINDA QUE NÃO ESTATAL. ATIVIDADE DE CARÁTER PÚBLICO. EXCLUSÃO DE SÓCIO SEM GARANTIA DO DEVIDO PROCESSO LEGAL. APLICAÇÃO DIRETA DOS DIREITOS FUNDAMENTAIS À AMPLA DEFESA E AO CONTRADITÓRIO. As associações privadas que exercem função predominante em determinado âmbito econômico e/ou social, mantendo seus associados em relações de dependência econômica e/ou social, integram o que se pode denominar de espaço público, ainda que não estatal. A União Brasileira de Compositores – UBC, sociedade civil sem

fins lucrativos, integra a estrutura do ECAD e, portanto, assume posição privilegiada para determinar a extensão do gozo e fruição dos direitos autorais de seus associados. *A exclusão de sócio do quadro social da UBC, sem qualquer garantia de ampla defesa, do contraditório, ou do devido processo constitucional, onera consideravelmente o recorrido, o qual fica impossibilitado de perceber os direitos autorais relativos à execução de suas obras. A vedação das garantias constitucionais do devido processo legal acaba por restringir a própria liberdade de exercício profissional do sócio. O caráter público da atividade exercida pela sociedade e a dependência do vínculo associativo para o exercício profissional de seus sócios legitimam, no caso concreto, a aplicação direta dos direitos fundamentais concernentes ao devido processo legal, ao contraditório e à ampla defesa (art. 5º, LIV e LV, CF/88).* IV. RECURSO EXTRAORDINÁRIO DESPROVIDO. (Itálicos adicionados)

Esta decisão é importante para a análise desenvolvida no presente trabalho porque nela ficou decidido que as garantias fundamentais do contraditório e da ampla defesa⁹⁰ são aplicáveis no caso de exclusão de um profissional dos quadros da União Brasileira de Compositores – UBC, uma associação autorreguladora cuja participação era obrigatória para que o profissional excluído pudesse receber os seus direitos autorais.

Tendo em vista a ampla aceitação doutrinária da eficácia horizontal dos direitos fundamentais e o posicionamento do STF antes mencionado. A questão deixa de ser *se* os direitos e garantias fundamentais se aplicam na autorregulação dos mercados financeiro e de capitais para ser *como* garantir cotidianamente que tais direitos e garantias sejam respeitados. Haja vista que a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais ocorre, necessariamente (como se verá no Capítulo 3, a seguir) em relações entre pessoas naturais e jurídicas⁹¹ de direito privado com níveis fáticos de poder econômico, político e social desigual.⁹² Deste modo, saber que (i) as relações entre autorregulados e autorreguladores se estabelecem, *ab ovo*, com potencial para a infringência de garantias fundamentais;⁹³ e que (ii) na hipótese de sua infração, haverá recurso *ex post* ao poder judiciário importa menos, em uma perspectiva

⁹⁰ No julgamento deste caso, que teve início em 1991, estava em discussão o regime jurídico das associações previsto nos artigos 16 e 20 a 23 do Código Civil de 1916. Porém, no texto atual do artigo 57 do CC/02, conforme alterado pela lei nº 11.127, de 28 de junho de 2005, a penalidade de exclusão de associado de associação civil somente pode ocorrer com comprovação de justa causa reconhecida em procedimento que assegure o direito de defesa e de recurso.

⁹¹ Uma questão ainda em aberto é identificar se uma pessoa jurídica tem direitos fundamentais, pois, apesar do artigo 52 do CC/02 determinar que “[a]plica-se às pessoas jurídicas, no que couber, a proteção dos direitos da personalidade” (caso dos direitos fundamentais), ainda é controversa a consideração de uma esfera extrapatrimonial das pessoas jurídicas.

⁹² Podendo esta desigualdade ser material (leia-se financeira), no requisito proposto por Sarmiento (2005, p. 303) ou relacional no requisito proposto por Silva (2005a, 176).

⁹³ Tendo em vista, por exemplo, que a adesão à autorregulação, no contexto atual dos mercados financeiro e de capitais passou a ser obrigatória para o ingresso ou a permanência em determinadas atividades econômicas ou profissões.

de direito econômico, do que buscar identificar medidas (a ser tomadas pelo regulador setorial ou pela autoridade antitruste) para mitigar a possibilidade de a autorregulação ser utilizada como instrumento para a prática destas infrações a garantias fundamentais. Portanto, se considera que a atuação do órgão regulador setorial como orquestrador legal (*legal orchestrator*)⁹⁴ e fiscalizador da atuação das entidades autorreguladoras deve estar equipada para identificar e restringir tais hipóteses de violação de direitos e garantias fundamentais.

2.1.1.1.4.2 Incidência das garantias processuais

Nos poucos trabalhos que analisam a incidência das garantias do devido processo legal aos processos “administrativos” iniciados e conduzidos na esfera da autorregulação (Cadavid, 2014) (Ferrari, 2015) (Almeida, 2017) pouco se discute sobre qual seria o regime de garantias processuais aplicável na relação entre autorreguladores privados e os autorregulados. Apesar do avanço representado pela iniciativa de tais autores em afirmar que algum regime de garantias deve ser aplicado nesta relação jurídica, tais autores afirmam, no máximo, que devem ser aplicados na autorregulação – apesar de ser praticada por instituições privadas – as regras e garantias processuais aplicáveis nos processos administrativos em trâmite em órgãos públicos. Ou seja, considerando que a autorreguladora está, de fato, e em alguns casos, supostamente, de direito, em posição de superioridade diante do agente privado destinatário de suas regras e procedimentos administrativos.

Por exemplo, não se encontra ainda na academia e doutrina jurídica brasileira um referencial para definição de qual o regime de garantias deve ser aplicado aos processos da autorregulação. São as garantias do processo penal, do processo administrativo ou do processo civil? Desta forma a proposta de resolução destas perguntas precisa, necessariamente, de um breve momento de reflexão prévia.

Em relação às garantias do processo civil (ônus da prova, ampla defesa, contraditório, duplo grau de jurisdição, juiz natural, paridade de armas, execução menos onerosa, proporcionalidade, razoabilidade, por exemplo) é possível defender que este rol de garantias não é adequado para fornecer uma proteção efetiva ao particular contra a associação

⁹⁴ Ver o item 3.2.2.1.1.1.

autorreguladora. Isso porque, toda a sistemática do processo civil parte da premissa que as partes estão em posição de igualdade relativa para agir no processo, produzir provas e defender seus argumentos, salvo em situações específicas em que o direito reconhece a fragilidade e hipossuficiência de uma parte em relação à outra (como no caso das ações versando sobre direitos de consumidores, de direito de família ou nos juizados especiais).

Em relação às garantias processuais vigentes no processo penal (*favor rei*, presunção de inocência, *in dubio pro reo*, ampla defesa, duplo grau de jurisdição, julgamento justo, processo acusatório, proporcionalidade, razoabilidade etc.), apesar de parecer distante da relação havida entre particulares, seria razoável afirmar ser este o regime de garantias aplicável pelo menos nos processos administrativos sancionadores conduzidos pelas instituições privadas autorreguladoras. Isso porque este regime de garantias fornece ao particular, acusado diante da persecução criminal do Estado, o maior e talvez mais abrangente regime de garantias processuais e de defesa da esfera jurídica individual contra a ação punitiva. Vale ressaltar que existe posicionamento doutrinário no sentido de que deve ser este o regime de garantias aplicável nos processos administrativos sancionadores conduzidos no âmbito da regulação do mercado de capitais brasileiro. Neste sentido, Eizirik *et al.* (2011, p. 270) afirmam que:

As garantias conferidas aos particulares decorrem da constatação de que o poder punitivo atribuído à Administração Pública somente pode ser considerado legítimo na medida em que se confira aos acusados em processos administrativos prerrogativas da mesma natureza daquelas existentes no âmbito do Direito Penal.

(...)

Em nosso sistema jurídico, todas as normas que impõem penalidades – entre as quais as do direito administrativo sancionador – submetem-se aos mesmos princípios exegéticos consagrados no Direito Penal, de maneira a assegurar aos indivíduos submetidos ao poder de polícia estatal as garantias do devido processo legal.

Uma proposta de solução, intermediária, seria pugnar pela aplicabilidade, nos processos “administrativos” conduzidos pela autorregulação do mercado de capitais, do regime de garantias processuais vigente nos processos administrativos. Esta solução poderia ser vantajosa, pois a atuação das associações autorreguladoras é, de fato, na produção de heterorregulação privada. Ou seja, trata-se do mesmo fenômeno quando a regulação é feita pelo Estado, com a importante diferença que na autorregulação o foco irradiador das regras e do exercício do poder de polícia não é estatal, mas sim outra instituição privada.

Contudo, em outros países, como por exemplo na Inglaterra ou nos Estados Unidos,⁹⁵ a mera defesa da adoção de regras e garantias processuais aos particulares em processos “administrativos” em curso no âmbito da autorregulação talvez seja suficiente para implicar significativo avanço nas proteções juridicamente disponíveis à parte mais fraca da relação jurídica (o particular, pessoa física ou pessoa jurídica). Porém, no Brasil talvez a discussão precise ser aprofundada, pois a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, em tese, já adota uma série de procedimentos e garantias processuais em seus processos “administrativos”. Isso porque, entre nós, a autorregulação do mercado de capitais brasileiro emula práticas adotadas pelos órgãos reguladores setoriais com os quais têm mais proximidade e diálogo institucional ou de quem obtiveram seu “reconhecimento” e, por isso, já existe a previsão de garantias procedimentais nos códigos de autorregulação vigentes.⁹⁶ Assim, a questão precisa ser analisada não em termos da mera previsão formal ou estatutária de um devido processo formal (*due process*) no âmbito da autorregulação, mas sim no âmbito da efetividade dos processos e garantias previstos (*substantive due process*).

Por isso, no Brasil, é o caso de se pugnar não apenas pela adoção de garantias processuais (porque, ao contrário do processo administrativo, está sujeito a uma lei federal aplicável a todos os processos – é possível que a adoção – mesmo que por emulação de práticas burocráticas adotadas pelas repartições e órgãos estatais – não esteja presente em todos os processos realizados por todas as associações autorreguladoras), mas sim por pugnar pela adoção de um devido processo substantivo e não apenas formal (*substantive due process*).

É interessante notar que a falta da definição sobre qual é o regime de garantias aplicável aos processos da autorregulação dificulta, inclusive, a realização de pesquisas empíricas para que se saiba com maior clareza qual é a prática disseminada, para, a partir daí, definir o regime de garantias aplicável. Isso porque, por se tratar as autorreguladoras de instituições privadas e, portanto, não sujeitas à lei de acesso à informação (Lei nº 12.527, de

⁹⁵ Nestes países, as falhas identificadas na atuação da autorregulação envolvem a omissão na fiscalização e a falta de controles por parte dos autorreguladores.

⁹⁶ Neste sentido, cita-se, dentre outros, os seguintes exemplos de direito de defesa previsto em códigos de autorregulação do mercado de capitais (i) os artigos 3º, 15 e 16 do Código ANBIMA dos Processos de Regulação e Melhores Práticas; (ii) os artigos 3º, 11 e 16 do Regulamento Processual da BSM; e (iii) os artigos 3º, 41 e 43 do Código dos Processos da APIMEC.

18 de novembro de 2011), elas teriam que aprovar a realização de pesquisas, disponibilização do material documental a ser consultado e quais audiências ou reuniões poderiam ser acompanhadas. Assim, é até mesmo difícil identificar qual o estado atual da adoção das garantias para apresentar críticas e propostas de reformulação. É possível que em uma pesquisa empírica cujo acesso à informação e documentação de defesa dos autorregulados seja livre se apure que não há problema algum. Porém a verificação do nível de garantia à ampla defesa, contraditório de demais garantias processuais pela autorregulação precisaria ser testada empiricamente.⁹⁷

2.2 Autoridade não estatal orientada para o mercado

Nos itens anteriores deste capítulo, buscou-se analisar algumas repercussões jurídicas decorrentes da importância crescente da autorregulação nos mercados financeiro e de capitais brasileiro a despeito da indefinição do regime jurídico aplicável ao exercício da autorregulação ou às instituições autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais. A análise teve como foco principal identificar a aproximação entre a autorregulação e a atuação estatal. A partir deste ponto, buscar-se-á analisar os possíveis pontos de contato entre a autorregulação e a atuação das instituições privadas.

Cashore (2002, p. 511) e Cashore, Auld e Newson (2004, p. 4) definem a adoção voluntária de programas de certificação por agentes privados (tais como os “selos” da ANBIMA, PQO, FSC, ABRINQ, ABIC, FSC etc) como “uma forma emergente de autoridade não estatal orientada para o mercado” (*Non-Estate Market-Driven Authority – NSMDA*).⁹⁸ Segundo estes autores, a autoridade para a criação de padrões de atuação e de regras aplicáveis às outras pessoas naturais e jurídicas de direito privado decorreria não de sua vinculação com o Estado, mas sim diretamente da sociedade. Neste sentido, o público destinatário (*demand-side*) e afetado (*supply-side*, terceiros interessados) por sistemas de

⁹⁷ Em 8 de fevereiro de 2016, com base na lei de acesso à informação, foi realizado um pedido formal (protocolo nº 12632.000019/2016-74) para que a CVM disponibilizasse as atas, relatórios de acompanhamento e demais documentos utilizados pela autarquia na fiscalização periódica das instituições autorreguladoras. O pedido foi negado em 29 de fevereiro de 2016.

⁹⁸ Vale ressaltar que estes autores analisam profundamente um tipo de certificação, a conferida pelo FSC, contudo as bases desta análise (criação de selos de qualidade por agentes privados) como fundamento para a existência de um parâmetro de “autoridade” não decorrente do Estado costuma ser aplicadas a outras certificações privadas.

NSMDA – as “*external audiences*” (Cashore, 2002, p. 505) – conferiria legitimidade às regras e parâmetros de atuação desenvolvidos por sistemas privados de autoridade não estatal orientada para o mercado respondendo às influências econômicas (*economic material benefits*), morais (*the right thing to do*) ou sociais (*accepted and understandable practice*) (Cashore, 2002, p. 511).

Em linha com o posicionamento apresentado, a explicação recorrente no âmbito da nova governança (*new governance*) para atuação de instituições privadas para além dos mínimos exigidos pela legislação (*overcompliance*)⁹⁹ considera que os agentes de mercado e demais entidades privadas, na condução de suas atividades, respondem a pressões não apenas formais e jurídicas (decorrentes do direito e do Estado), mas também de outras fontes disseminadas na sociedade (Gunningham, Kagan e Thornton, 2004), (Vandenbergh, 2007), (Cashore, Auld e Newson, 2004). Assim, seria uma simplificação imaginar que agentes privados respondem exclusivamente a pressões jurídicas. Para estes autores, os agentes de mercado privado responderiam a pressões:

(a) jurídicas – impostas pelo Estado (regulação de mercado, responsabilização civil, penal ou administrativa, cancelamento de autorização de funcionamento, impostos, isenções regulatórias etc.);

(b) econômicas (ganhos de competitividade, redução de custos, estratégias de diferenciação, influência de terceiros interessados no resultado do negócio – tais como consumidores, fornecedores, credores, investidores institucionais, acionistas, órgãos multilaterais, políticas corporativas de gestão de riscos – financeiros, de marca ou reputacionais etc.); e/ou

(c) sociais (boicotes, greves, publicidade negativa, movimentos para apontar e envergonhar (*naming and shaming*) promovidos por ONGs etc.), as quais, combinadas, comporiam a “licença social para operar” da empresa ou instituição financeira.

⁹⁹ Seja por meio de regras internas (governança) ou por meio de associações (autorregulação).

2.2.1 Direito Privado

2.2.1.1 A livre iniciativa e o exercício da autorregulação

Além da discussão sobre a possibilidade da delegação de poder de polícia para particulares, é preciso se questionar, na análise jurídica da autorregulação, se a autorregulação está abrangida pelo princípio da livre iniciativa. Pois não se trata, apenas, de suposta delegação de poderes estatais para agentes privados (na autorregulação mandatada ou sancionada¹⁰⁰), mas também da eventual possibilidade de exercício “espontâneo” da *regulação* por entidades privadas (na autorregulação voluntária ou coagida). Ou seja, como se o exercício da função regulatória fosse uma dentre várias atividades civis, profissionais, empresárias ou econômicas que podem ser lícitamente escolhidas e exercidas pelos particulares.

Contudo, uma vez que não é lícito aos particulares impor restrições às liberdades alheias (pelo princípio da legalidade, inciso II do artigo 5º da CF/88), tratar-se-ia, no caso, de um potencial exercício, pelas associações e sociedades empresárias atuantes na autorregulação, de uma atividade não abrangida pela autonomia privada e pelo princípio da livre iniciativa (exercício de atividades econômicas). Ou seja, do exercício potencialmente ilícito de uma potestade estatal. Ressalta-se que, mesmo se for considerado que o princípio da legalidade privada permite aos particulares realizar tudo que não é expressamente proibido por lei, este princípio não atribui a nenhum particular a prerrogativa para o exercício de funções que dependem de poderes de soberania cujo exercício compete privativamente ao Estado.¹⁰¹

Neste sentido, percebe-se que a questionável licitude do exercício da autorregulação impede que esta possa, inclusive, vir a ser considerada pacificamente como uma *atividade* a ser eventualmente praticada por um empresário. Segundo Ascarelli (2003[1962]), para que uma série de atos praticados com mais ou menos regularidade possa atender ao conceito

¹⁰⁰ Em que se poderia falar de um “direito administrativo privado” ou de uma “administração pública não estatal”.

¹⁰¹ Uma hipótese excepcional em que esta prerrogativa pode ser exercida seria a arbitragem, dado que o direito eleva a sentença arbitral ao patamar da sentença judicial, nos termos do inciso VII do artigo 515 do Código de Processo Civil que considera a sentença arbitral como um título executivo judicial. E o exercício da jurisdição é uma função soberana do Estado.

técnico jurídico de *atividade* ela precisa: (a) ser composta de atos jurídicos coordenados; (b) ter finalidade lícita; (c) somente se sujeitar ao regime jurídico do empresário quando ligada ao objeto social;¹⁰² (d) decorrer da execução dos atos, quando exercida por pessoas naturais, ou da definição do objeto social, quando exercida por pessoas jurídicas, (e) ser ela, a atividade, passível de uma avaliação independente dos atos e fatos jurídicos que a compõem, (f) atender os critérios da habilitação específica para o seu exercício, conforme o caso; (g) ter como seu titular o sujeito dos atos jurídicos que a compõe; (h) ser passível de delimitação no tempo e no espaço; (i) destinar-se a um público indeterminável; e (j) ser autônoma (quando exercida de forma independente) ou subordinada (quando seu exercício depende de fatores externos e seus resultados se vinculam a bens alheios). Conforme visto, o exercício profissional da autorregulação, superada a questão sobre a sua legalidade, pode ser identificado como possuindo vários dos atributos teoricamente necessários para que a autorregulação pudesse ser considerada uma atividade passível se exercida por empresários ou sociedades empresárias. Porém, a falta da legalidade é um impeditivo fundamental e intransponível.^{103 104}

Uma vez considerado que instituições privadas, autorreguladoras ou não, simplesmente são vedadas de praticar quaisquer atos de soberania, privativos do Estado, é possível verificar que a discussão sobre a legalidade da autorregulação tem espaço para avançar (i) da possibilidade ou não de delegação de poderes de polícia para particulares para uma análise dos atos que podem ser lícitamente praticados por agentes privados no âmbito do exercício de sua autonomia e liberdade. Inclusive, no auxílio do Estado no cumprimento de funções públicas.

¹⁰² O critério da vinculação com o objeto social é interessante, por exemplo, para avaliação da legalidade da forma adotada para o exercício da autorregulação nos mercados financeiro e de capitais no Brasil. Por exemplo, a CETIP, até a sua incorporação pela BM&FBovespa, era uma sociedade anônima aberta cujo estatuto social previa a existência de órgãos estatutários de autorregulação: o Conselho de Autorregulação, artigo 55, e uma Diretoria de Autorregulação, artigo 43. Ao passo que o estatuto social da BM&FBovespa prevê o exercício da autorregulação (artigo 77), mas estabelece que esta atividade será exercida por uma de suas controladas (a BSM, uma associação civil sem fins lucrativos).

¹⁰³ Basta considerar, por exemplo, que uma vez desconsiderado o critério da licitude da atividade, uma organização criminosa seria imediatamente convertida em uma sociedade empresária de fato ou irregular (sociedade em comum, prevista no artigo 986 do Código Civil).

¹⁰⁴ Vale lembrar que Mello (2006, p. 7) considera possível o exercício por particulares de poderes públicos (potestades) apenas em situações específicas e expressamente definidas em lei, como no caso dos poderes do capitão de navio: “8. Os atos jurídicos expressivos de poder público, de autoridade pública, certamente não poderiam, ao menos em princípio e salvo circunstâncias excepcionais ou hipóteses muito específicas, ser delegados a particulares, ou ser por eles praticados (caso ‘*exempli gratia*’, dos poderes reconhecidos aos capitães de navio).” (Itálicos no original).

2.2.1.1.1 Exemplos de restrições à liberdade de iniciativa

No item anterior se cuidou da possibilidade de o exercício da autorregulação ser abrangido pela livre iniciativa. Neste ponto, se tentará abordar situações em que autorregulação pode ser utilizada como um mecanismo de restrição do exercício da liberdade de iniciativa (liberdade de profissão e liberdade de empresa) de terceiros.

Cita-se, portanto, o caso da Certificação de Gestores Anbima – CGA. A CGA foi introduzida pela ANBIMA no contexto da autorregulação do mercado de fundos de investimento em 2009 inicialmente como uma “certificação de distinção” profissional.¹⁰⁵ Como certificação de distinção, a CGA tinha natureza jurídica de mera declaração institucional e voluntária prestada pela ANBIMA estabelecendo uma relação entre esta associação autorreguladora e o profissional beneficiário da declaração. A partir de então adquiria a prerrogativa de se apresentar perante os seus clientes e o mercado em geral como um profissional “certificado pela ANBIMA”. Com isso, o profissional visava demonstrar para seus interlocutores que era alguém que já ingressara na profissão de gestor de recursos por autorização da CVM e tinha um nível mais elevado de conhecimento e experiência do que os outros gestores de recursos que não eram “certificados” pela ANBIMA. Ou seja, teoricamente, estavam abaixo deste nível máximo de qualificação profissional.

Contudo, após a entrada em vigor da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, e da Deliberação CVM nº 740, de 11 de novembro de 2015, a CGA passou a ser uma certificação profissional necessária e obrigatória para o exercício da profissão de administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural. Estas novas regras estabelecidas pela CVM alteraram o critério de ingresso na profissão, que passou de uma análise, realizada pela própria CVM, das qualificações educacionais e profissionais do(a) candidato(a)¹⁰⁶ para a aprovação no exame da CGA,¹⁰⁷ realizado pela ANBIMA. Portanto, é

¹⁰⁵ Logo, um caso de possível NSMDA.

¹⁰⁶ Nos termos dos artigos 3º e 4º da Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999, revogada pela Instrução CVM nº 558/15.

¹⁰⁷ Deve-se ressaltar que a Deliberação CVM nº 740/15 também aceita como prova de qualificação técnica, além da certificação expedida pela ANBIMA, a aprovação pelo candidato nos exames de certificação realizados pelo CFA Institute (Level III do programa de certificação Chartered Financial Analyst – CFA) e pela ACIIA – Association of Certified International Investment Analysts (Exam 1 e Exam 2 do Final Level do programa de certificação internacional para profissionais de investimentos). Porém o exame realizado pela ANBIMA é o único disponibilizado por uma instituição brasileira.

razoável considerar que a natureza jurídica da CGA mudou. Deixando de ser uma certificação de distinção para ser uma certificação profissional, necessária para que o candidato prove que tem os conhecimentos técnicos mínimos necessários para a prática profissional e etapa obrigatória para o *ingresso* em uma determinada profissão.¹⁰⁸

Logo, a obtenção da CGA por qualquer profissional que pretenda trabalhar como administrador de carteiras de valores mobiliários é hoje um requisito obrigatório para o exercício da livre iniciativa e da liberdade de profissão por este profissional. Devendo ser mencionado que o inciso XIII do artigo 5º da CF/88 determina a liberdade para o exercício de profissões desde que atendidos os requisitos que a lei estabelecer.

Em linha com o disposto anteriormente, cita-se a seguinte manifestação proferida pelo Ministro Luiz Fux no julgamento pelo STF do RE nº 603.583/RS, realizado em 26 de outubro de 2010, onde a Corte Suprema decidiu pela constitucionalidade da realização da prova da OAB para o ingresso na profissão liberal de advogado:

O estabelecimento da obrigatoriedade de certificação para o exercício de determinadas atividades profissionais é fato corriqueiro em diversos segmentos econômicos. No âmbito do Sistema Financeiro Nacional, por exemplo, a Lei nº 4.595/64 confere ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a competência normativa para regular as atividades nela disciplinadas (art. 4º, VIII). No exercício dessa competência, o CMN editou a Resolução nº 3.158/03, cujo art. 1º estabelece que, nas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, os seus empregados, para exercerem, na própria instituição, as atividades de distribuição e mediação de títulos, valores mobiliários e derivativos, deverão, obrigatoriamente, ser considerados aptos em exame de certificação organizado por entidade de reconhecida capacidade técnica, como, por exemplo, a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais).

Ressalta-se que o voto citado busca traçar um paralelo entre uma certificação profissional concedida por uma associação autorreguladora privada¹⁰⁹ para o exercício de uma atividade profissional e uma autorização para o exercício de uma profissão liberal concedida pela Ordem dos Advogados do Brasil – OAB, que, conforme ficou decidido pelo STF no julgamento da ADIN nº 3.026/DF, Relator Ministro Eros Grau, é “um *serviço público*

¹⁰⁸ Tal como ocorre, por exemplo, com a prova para inscrição perante conselhos profissionais (como a OAB, por exemplo).

¹⁰⁹ O voto se refere às certificações CPA-10 e CPA-20 que são utilizadas como critérios para o ingresso e permanência na atividade profissional de prospecção e venda ao público de ativos financeiros ou valores mobiliários em agências bancárias ou plataformas de atendimento disponibilizadas por instituições financeiras aderentes ao Código de Certificação da ANBIMA. Fonte: http://www.anbima.com.br/pt_br/educar/certificacoes/cpa-10.htm. Data de acesso: 11 jan. 2018.

independente, [de] categoria ímpar no elenco das personalidades jurídicas existentes no direito brasileiro”. (Itálicos no original).

Nos termos do inciso I do parágrafo 1º do artigo 3º da Instrução CVM nº 558/15, a CVM pode, excepcionalmente, autorizar o exercício profissional da gestão de recursos se o interessado comprova possuir experiência profissional de, no mínimo, 7 (sete) anos em atividades diretamente relacionadas à gestão de carteiras administradas de valores mobiliários e fundos de investimento:

Art. 3º Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos:

(...)

§ 1º A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento aos requisitos previstos nos incisos II e III do caput deste artigo, desde que o requerente possua:

I – comprovada experiência profissional de, no mínimo, 7 (sete) anos em atividades diretamente relacionadas à gestão de carteiras administradas de valores mobiliários e fundos de investimento; ou

Assim, atualmente, os profissionais que tenham obtido autorização da CVM para o exercício da profissão de administrador de carteiras de valores mobiliários com base nas suas experiências profissionais ficam, de fato, impossibilitados de exercê-la porque não obtiveram a aprovação na prova da CGA, realizada pela ANBIMA. Pois (i) o atual Código de Certificação não prevê nenhuma possibilidade de isenção à realização da prova;¹¹⁰ e (ii) o artigo 14 do Código de Certificação da ANBIMA proíbe as instituições que tenham aderido ao Código de Certificação (a quase totalidade das instituições atuantes neste setor) de ter em suas equipes de administração de carteiras de valores mobiliários profissionais sem a certificação CGA.

Art. 14 – É vedado aos Profissionais das instituições participantes o exercício das atividades elegíveis a cada certificação sem a devida aprovação nos exames na forma prevista neste capítulo.

Por um lado, por se tratar hoje de uma certificação profissional, a aprovação no exame da CGA serve para demonstrar que um determinado profissional apresenta os requisitos mínimos de qualificação necessários para o exercício da profissão de gestor de recursos. Por outro, os profissionais autorizados pela CVM para o exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários comprovadamente têm a experiência mínima necessária

¹¹⁰ Na versão anterior do Código de Certificação da ANBIMA, que vigorou até 31 de maio de 2013, havia a possibilidade de apresentação de pedido de isenção da prova. Fonte: http://www.anbima.com.br/pt_br/educar/certificacoes/cga.htm. Data de acesso: 11 jan. 2018.

para o exercício da profissão. Deste modo, seria possível considerar que a exigência de realização de prova para obtenção da CGA por qualquer profissional que detenha os requisitos previstos na Lei nº 6.385/76 e na Instrução CVM nº 558/13 para exercer a profissão de gestor de recursos, significaria um caso de potencial imposição, pela ANBIMA, de restrições contrárias aos princípios da livre iniciativa e da liberdade de profissão previstas no inciso IV do artigo 1º e no inciso XIII do artigo 5º da CF/88.

2.2.1.1.2 Autorregulação e liberdade de iniciativa

Outro exemplo de como os interesses privados de entidades autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais podem se contrapor aos interesses públicos objeto da regulação estatal é o caso da transferência pela CVM para a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD da prerrogativa (potestade) de autorizar o “credenciamento” de agentes autônomos de investimento, pessoas naturais e pessoas jurídicas.

Nos termos do artigo 6º da Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, e do item 1 do Ofício-Circular/CVM/SMI/Nº 004/2012, a ANCORD, uma associação de corretoras de valores mobiliários, constituída como pessoa jurídica de direito privado, tem, desde 1º de outubro de 2012, o poder de conceder a autorização para o exercício de uma atividade econômica nos mercados financeiro e de capitais:

1. O Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, em reunião realizada em 28 de agosto de 2012, aprovou a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD como entidade credenciadora de agentes autônomos de investimento com base no artigo 6º da Instrução CVM Nº 497, de 3 de junho de 2011.

Até a entrada em vigor da Instrução CVM nº 497/2011 e do ofício-circular, o exercício desta profissão dependia de autorização específica (“credenciamento”) outorgada por ato administrativo expedido pela CVM (autarquia federal) após o processo administrativo realizado nos termos da Instrução CVM nº 434, de 22 de junho de 2006, do Regimento Interno da CVM e da Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999. Contudo, por meio da Instrução CVM nº 497/2011 e do Ofício-Circular/CVM/SMI/Nº 004/2012, uma entidade privada “adquiriu” a prerrogativa de autorizar o *exercício, fiscalizar, imputar penalidades e cobrar taxas* (“mensalidades”) para o exercício de uma atividade econômica. Podendo exercer,

conforme informações divulgadas no site da ANCORD, as seguintes funções na autorregulação desta atividade econômica:¹¹¹

- a) Emitir Certificados para os profissionais habilitados no Exame de Certificação para Agente Autônomo de Investimento e Empregados das Instituições Financeiras com Atividades de Distribuição e Mediação de Títulos e Valores Mobiliários e Derivativos;
- b) Credenciar os profissionais Certificados;
- c) Renovar Credenciamento dos AAI;
- d) Deferir ou indeferir o cadastro de Sociedades de Agentes Autônomos de Investimento;
- e) Deferir ou indeferir solicitação de Licenciamento;
- f) Deferir ou indeferir cancelamento de Credenciamento;
- g) Dar suporte técnico ao AAI referentes às suas atividades;
- h) Indicar os membros do Conselho e dos Comitês de Autorregulação;
- i) Fiscalizar e supervisionar os Agentes e as Sociedades de Agentes Autônomos de Investimento;
- j) Instaurar e conduzir processos administrativos disciplinares; e
- h) Penalizar os que cometem irregularidades.

A transferência destas funções, de claro interesse público, para uma entidade autorreguladora privada pode ser questionada com base na impossibilidade de delegação de poder de polícia administrativa mencionada anteriormente. Pois, se antes da Instrução CVM nº 497/2011, cabia à CVM praticar o ato expressivo de autoridade pública (conceder a autorização para o exercício da profissão de agente autônomo ao interessado que atendesse os requisitos definidos nas regras por ela definidas); hoje, a titularidade e o exercício deste ato administrativo foram transferidos para uma instituição privada autorreguladora.

Vale ressaltar, ainda, que após esta transferência de funções, os agentes autônomos de investimento, para exercer a atividade econômica, precisam (a) obrigatoriamente aderir ao “Código de Autorregulação da ANCORD” e ao “Código de Conduta Profissional dos Agentes Autônomos de Investimento”, ambos elaborados por esta instituição autorreguladora; e (b) pagar uma “mensalidade” para a ANCORD e uma taxa trimestral de fiscalização para CVM.

Além do possível questionamento com base no direito administrativo indicado antes, cabem, ainda, dois questionamentos sobre a atuação desta instituição privada autorreguladora: um de ordem constitucional e outro de ordem trabalhista. O primeiro se refere à possibilidade de questionar se o ônus de, obrigatoriamente, se registrar e pagar taxas para uma associação

¹¹¹ Conforme informações disponibilizadas pela ANCORD em: <http://54.209.169.151/Ancord/Forms/Home/SobreAncord.aspx>. Data de acesso: 19 jul. 2017.

privada (que não é uma autarquia profissional criada por lei) pode ser imposto à categoria profissional dos agentes autônomos de investimento sem configurar uma restrição ilícita ao direito fundamental de liberdade de profissão, assegurada no inciso XIII do artigo 5º da CF/88, e aos princípios da legalidade e da reserva legal. O segundo questionamento se refere ao desequilíbrio entre capital e trabalho que a atuação desta entidade autorreguladora privada de uma categoria profissional pode ocasionar. Isto porque a ANCORD é uma associação que representa interesses das corretoras e distribuidoras de valores mobiliários contratantes dos serviços prestados pelos agentes autônomos de investimento. A título de exemplificação, é como se um sindicato patronal de uma determinada categoria de empregadores tivesse a prerrogativa de estabelecer unilateralmente as regras para ingresso, exercício e permanência na profissão dos colaboradores das empresas a ele filiadas. Situação de potencial rompimento do equilíbrio na relação entre capital e trabalho.

Em 12 de janeiro de 2016, o Ministério Público Federal propôs uma Ação Civil Pública – ACP (Processo nº 0000535-78.2016.403.6100) contra a ANCORD e a CVM pedindo o reconhecimento judicial da ilegalidade dos dispositivos da Instrução CVM nº 497/2011 e do Ofício-Circular/CVM/SMI/Nº 004/2012, supracitado, que “reconheceram” a ANCORD como instituição autorreguladora dos agentes autônomos de investimento. Segundo o MPF, estes atos seriam ilegais porque (a) implicam delegação do poder de polícia administrativa pela CVM para a ANCORD, em infração aos artigos 5º, inciso XIII, 22, inciso XVI, 21, inciso XXIV, 70, parágrafo único, 149 e 175 da CF/88; (b) determinaram a adesão obrigatória dos agentes autônomos de investimento perante a ANCORD; e (c) conseqüentemente, tornou obrigatório que os agentes autônomos de investimento paguem taxas de fiscalização para a CVM e mensalidades para a ANCORD. Em síntese, na visão do MPF estariam sendo violados na relação estabelecida entre a CVM e a ANCORD os princípios da legalidade e da reserva legal (inciso II do artigo 5º da CF/88), da liberdade de profissão (inciso XIII do artigo 5º da CF/88) e da liberdade de associação (inciso XX do artigo 5º da CF/88) e os princípios regentes da administração pública da legalidade, impessoalidade e moralidade (artigo 37 da CF/88).

Segundo as informações públicas disponíveis sobre esta ACP,¹¹² que atualmente tramita na primeira instância da Justiça Federal de São Paulo, foi deferido pelo juízo o pedido de tutela antecipada apresentada pelo MPF para a suspensão de todas as atividades da ANCORD relacionadas com a autorregulação dos agentes autônomos de investimento. Porém, cerca de um mês depois da decisão liminar, a ANCORD, em grau de recurso, obteve a suspensão parcial da decisão. Assim, a ANCORD voltou a realizar o credenciamento dos agentes autônomos de investimento e a cobrar as mensalidades de seus associados, porém continua sem a autorização para lhes aplicar penalidades.

2.2.1.1.3 Instituições autorreguladoras de novas profissões e as autarquias profissionais.

Neste ponto do trabalho é importante analisar a possibilidade de caracterização de uma associação autorreguladora de novas categorias profissionais dos mercados financeiro e de capitais como autarquias profissionais. As autarquias profissionais são instituições de caráter público, criadas por lei específica e dotadas de poderes normativos, executivos e judicantes sobre os membros de determinada categoria profissional. Por isso, as autarquias profissionais são instituições dotadas de personalidade jurídica de direito público com poderes de criação de regras profissionais de atuação, fiscalização do cumprimento de tais regras e das leis aplicáveis ao exercício de determinada categoria profissional, definição dos parâmetros mínimos de qualificação e atuação profissional (fazendo, com isso, o controle de acesso de potenciais ingressantes na categoria profissional regulada).

Algumas profissões do mercado de capitais que vêm sendo objeto de autorregulação são relativamente novas quando comparadas com as demais profissões sujeitas à regulação por uma autarquia profissional. As profissões regulamentadas. Por exemplo, citam-se os analistas de valores mobiliários e os agentes autônomos de investimento (tratados anteriormente). Estas duas profissões vinham sendo objeto de regulação não por uma autarquia profissional, mas sim pelo regulador do mercado de capitais, a CVM.

¹¹² Fonte: <http://www.ancord.org.br/ancord-informa-suspensao-temporaria-de-todas-as-atividades-relacionadas-a-autorregulacao-de-aai/>, <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160511-4.html> e <http://www.ancord.org.br/ancord-retoma-atividades-relacionadas-a-certificacao-e-ao-credenciamento-de-aais/>.
Data de acesso: 19 nov. 2017.

Porém, desde 2010 e 2011, respectivamente, estas duas profissões são objeto de autorregulação realizada por agentes privados “credenciados” perante a CVM para o exercício das funções de criação de regras para a admissão de novos membros na profissão, fiscalização e aplicações de penalidades por descumprimento de suas regras de conduta profissional (deontológicas) ou demais regras aplicáveis às suas atividades profissionais. No caso da profissão de analista de valores mobiliários, a regulação da profissão foi transferida ou delegada para a instituição autorreguladora privada por meio da Instrução CVM nº 483, da Deliberação CVM nº 633 e da decisão do colegiado da CVM no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/1108, todos datados de 6 de julho de 2010.

Neste ponto, é preciso esclarecer duas ordens de questões: primeiro, se o sistema jurídico brasileiro admite a regulação profissional por órgãos reguladores setoriais; segundo, se esta atividade poderia ser delegada a instituições particulares. O segundo ponto foi abordado, quando se tratou da autorregulação dos agentes autônomos de investimento pela ANCORD, o primeiro tentar-se-á tratar neste item.

Inicialmente, destaca-se que as profissões regulamentadas e reconhecidas como tal pelo Ministério do Trabalho e Emprego – MTE¹¹³ – todas mais antigas do que as profissões que vêm sendo reguladas pela CVM e as profissões que agora vêm sendo autorreguladas por instituições privadas – é exercida pelos conselhos profissionais, autarquias profissionais criadas por lei específica e com regime jurídico de direito público. Assim, a própria regulação destas profissões por um regulador setorial é juridicamente questionável. Em todo caso, como uma espécie de contorno da discussão sobre qual seria o órgão estatal ou paraestatal competente e ideal, tanto juridicamente quanto do ponto de vista de política pública, para exercer estas funções regulatórias do Estado, a CVM firmou “parcerias” com a APIMEC e com a ANCORD transferindo-lhes o poder-dever de regular estas atividades. Assim, a um turno, temos uma competência de regulação profissional exercida por uma autarquia profissional, a outro, temos a delegação de tais competências de um órgão regulador setorial estatal para uma instituição privada. Em aparente confronto com o princípio de que o órgão

¹¹³ A lista completa das profissões regulamentadas reconhecidas pelo MTE está disponível na página deste ministério na rede mundial de computadores: <http://www.mtecbo.gov.br/cbsite/pages/regulamentacao.jsf#m>. Data de acesso: 19 nov. 2017.

delegado não pode delegar (*delegatus non potest delegare*) e de que um órgão da administração pública não pode decidir sobre os limites da sua própria competência (Lima Junior e Alves, 2017a). Além disso, a delegação de poder realizada por um órgão regulador estatal a um autorregulador privado dificulta a identificação do tipo de autorregulação que estaria presente. O que dificulta a identificação da atuação da instituição privada típica de um órgão estatal ou não (Karmel, 2008, p. 156).

Ressalta-se, ainda, em relação ao credenciamento da APIMEC para o exercício da autorregulação da profissão de analista de valores mobiliários que a forma como se deu esta delegação também é questionável. Haja vista que o termo “credenciamento” tal como utilizado nos atos normativos e administrativos citados, aparentemente, extrapola os limites do instituto jurídico administrativo do credenciamento. Segundo Dallari (1997), por meio do credenciamento, uma instituição privada obtém a autorização governamental para exercer alguma atividade auxiliar necessária para o exercício do poder de polícia ou de funções da administração pública. Mas não seria o credenciamento o instituto próprio para operar a transferência ou delegação de um poder próprio do Estado para um particular. Pereira (2013) e Klein (2014) consideram que esta transferência deve ser operada por lei em sentido estrito, ao passo que Gonçalves (2008) considera ser possível a delegação ou transferência por ato administrativo.

2.2.1.1.3.1 Autorregulação e liberdade de empresa

Importante também analisar se a autorregulação é um limite para a liberdade de empresa e, naturalmente, se a imposição deste limite é lícita ou ilícita. Vale ressaltar que a liberdade de empresa e a liberdade de profissão são as duas formas de expressão do princípio da livre iniciativa. Logo, o seu exercício pelos particulares é protegido pelo inciso IV do artigo 1º, pelo inciso XIII do artigo 5º e pelo artigo 170, *caput*, da CF/88.

Segundo Silva (2012), existiria um direito fundamental à autorregulação. Ou seja, a autorregulação teria uma “eficácia bloqueadora” (2012, p. 161) da regulação estatal em determinados setores da economia. O fundamento utilizado por este autor é a decisão proferida pelo STF no julgamento do RE 511.961/SP, que autorizou o exercício da profissão de jornalista sem a necessidade de obtenção de diploma universitário. Segundo ele, o reconhecimento desta possibilidade pelo STF demonstraria que existem áreas de atuação

profissional e da atividade econômica que seriam *imunes* à ação estatal e por isso estariam protegidas por esta “eficácia bloqueadora”.

Com a devida vênia, este tipo de argumentação é descabido na medida em que ignora:

(i) Que o exemplo do setor de jornalismo e comunicação não permite fundamentar uma inferência generalizável para as demais áreas da economia. Isso porque o Brasil há menos de 30 anos vivia em regime ditatorial onde a imprensa e seus profissionais eram alvos de perseguições políticas, jurídicas e de censura. Experiência que hoje torna problemática qualquer tentativa de regulação estatal deste setor. Por exemplo, citam-se as poucas análises sobre a autorregulação publicitária exercida pelo CONAR, e a falta da regulamentação legal prevista no parágrafo 3º do artigo 220 da CF/88;

(ii) Que a possibilidade de imposição de restrições à liberdade de empresa e de profissão de outras pessoas naturais e jurídicas implica necessariamente uma redução do campo de escolhas e do exercício da autonomia privada dos autorregulados. Logo, uma restrição de direitos fundamentais. De modo que falar-se em um “direito fundamental à autorregulação” significa dizer que um particular tem o “direito fundamental” de restringir direitos fundamentais de terceiros, o que criaria uma divisão irrazoável entre as prerrogativas de uns agentes privados em detrimento de outros e uma injustificada hierarquia entre titulares de direitos iguais;

(iii) Que a autorregulação é impropriamente caracterizada um “direito” e mais impropriamente ainda caracterizada como “fundamental”; isso porque esta argumentação ignora que os direitos têm necessariamente uma estrutura bilateral, ou seja, a cada direito corresponde a um dever (Comparato, 2015, p. 78), de tal modo que se alguém tem um “direito fundamental” de autorregular significa que outro alguém tem um “dever fundamental” de ser autorregulado. O que é descabido em Estado democrático de direito e num contexto onde apenas o Estado tem o monopólio do uso da força e da violência legítima. Além disso, mesmo que a autorregulação se tratasse de um direito subjetivo (o que não é o caso, pelas razões expostas) nem todos os direitos são ou devem ser considerados como “fundamentais”, o que poderia levar, mesmo, à banalização da categoria dos direitos fundamentais (Bielschowsky, 2015, p. 82); e

(iv) O último, e talvez mais grave, equívoco da linha de pensamento ora em comento é que ela desconsidera que a autorregulação, da forma como é organizada institucional, social e politicamente no Brasil de hoje é prerrogativa exercida por um grupo pequeno de pessoas e instituições dotadas de significativo poder econômico, político e social. Ver, por exemplo, que os setores mais proeminentes em autorregulação não raro têm características de monopólios ou oligopólios. Casos, por exemplo, dos mercados de comunicação e publicidade e dos mercados financeiro e de capitais. Assim, falar em *pluralismo* e direito fundamental à autorregulação, chegando a afirmar que esta teria, inclusive, uma eficácia de barreira (ou “bloqueadora” da ação estatal), seria o mesmo que defender que um grupo de particulares tem o “direito fundamental” a tentar instituir ou manter monopólios, oligopólios ou cartéis privados. Ou seja, a cometer ilícitos contra a ordem econômica, valendo ressaltar que “*regular mercados de bens e serviços*” é uma infração contra a ordem econômica prevista no inciso VIII do artigo 36 da Lei 12.529/11.

2.2.1.1.4 Autorregulação e liberdade de associação

Conforme os autores que defendem¹¹⁴ a possibilidade de autorregulação (Dias, 2005) (Zanotta, 2005) (Donaggio, 2016) (Gobbi, 2012) (Brenneke, 2016) (Ferraz, 2010) (Silva, 2010) (Trindade e Santos, 2009), um dos princípios básicos da autorregulação é a liberdade que os agentes de mercado teriam para se submeter ou não às suas regras. Assim, as instituições autorreguladoras funcionariam como espécies de “clubes privados” onde cada membro integrante do *clube* manifestaria seu interesse em participar e, caso discordasse de alguma regra ou condição, seria *livre* para deixar de fazer parte daquela agremiação, associação ou comunhão de interesses.

Todavia, esta forma de abordagem da adesão à autorregulação ignora tanto a relevância dos mercados financeiro e de capitais para os interesses públicos (ou seja, ignora a relevância do exercício de atividades privadas para a ordem econômica) quanto a experiência

¹¹⁴ Diz-se defendem a título de simplificação, pois tais autores tomam a legalidade da autorregulação como uma premissa para as suas análises. Logo, não se encontra nestes trabalhos uma argumentação racional a favor da legalidade da autorregulação.

dos países que são referência no estudo e prática da autorregulação do mercado de capitais: Estados Unidos e Inglaterra. Nestes países, onde a autorregulação do mercado de capitais também teve início com fundamento na lógica corporativa de que os próprios agentes de mercado se autorregulariam e supervisionariam seus membros, a concepção da instituição autorreguladora como um “clube privado” começou a ser, e vem sendo, superada na medida em que (i) os mercados financeiro e de capitais aumentaram de complexidade e se internacionalizaram; (ii) agentes de diferentes históricos e perfis profissionais e pessoais começaram a atuar nos mesmos mercados onde antes somente atuavam os membros do *clube* que compartilhavam os mesmos *ethos e mores*;¹¹⁵ e (iii) as crises do capitalismo internacional se intensificaram a partir da década de 1970.

Nos EUA, estas foram as razões das revisões do *Securities Act* de 1933 e do *Securities and Exchange Act* de 1934 realizada em 4 de junho de 1975.¹¹⁶ Por meio dessa revisão foram aumentadas as competências da *Securities and Exchange Commission* – SEC para supervisionar os mercados autorregulados de bolsas de valores, especialmente com a imposição de análises de impactos anticoncorrenciais para as novas regras a serem adotadas pelas autorreguladoras do mercado de bolsa de valores. Ademais, a autorregulação do mercado de capitais americano passou a ser abertamente criticada após a crise de 2008, tendo em vista que a confiança excessiva no sistema de autorregulação passou a ser apontada como uma das causas da crise.¹¹⁷

Na Inglaterra, onde a experiência com a autorregulação é antiga,¹¹⁸ conforme Black (1997) e CFA Institute (2007) foram realizadas duas grandes reformas no modelo de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais para aumentar a participação do Estado

¹¹⁵ Vale ressaltar que a atuação nos mercados financeiro e de capitais remonta a uma tradição aristocrática e pré-moderna. Neste sentido, Maria Bárbara Levy (1977, p. 485) reconstrói as “linhagens” dos corretores da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro desde o final do século XIX até a década de 1960.

¹¹⁶ Disponível em: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-89/pdf/STATUTE-89-Pg97.pdf>. Data de acesso: 20 nov. 2017.

¹¹⁷ Ver a manifestação do então diretor da SEC citada na nota 40. Para um exemplo adicional, ver o trecho do depoimento de Allan Greenspan, ex-presidente do FED, banco central americano, perante a Comissão Parlamentar do Congresso Americano de Reforma e Fiscalização do Governo (Oversight Government Reform Committee), intitulado “*Greenspan Destroys Deregulation in 16 Seconds*”. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=bAH-o7oEiyY>. Data de acesso: 14 jan. 2018.

¹¹⁸ Por exemplo, a instituição autorreguladora das operações de fusões e aquisições, *The Panel on Takeovers and Mergers*, existe desde 1968, ao passo que a instituição autorreguladora com funções similares no Brasil foi criada apenas em 2013. Para mais informações sobre a autorregulação na Inglaterra e a atuação do *City Panel*, ver o livro de Nelson Laks Eizirik (1977) *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, 1ª edição, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC).

na regulação. A primeira na década de 1980, com a criação (em 7 de junho de 1985) do *Securities and Investments Board* – SIB, um órgão autorregulador que recebeu a competência estatal de regular outros autorreguladores dos mercados financeiro e de capitais da Inglaterra. A segunda, na década de 1990, com a substituição do SIB e de outros autorreguladores pelo *Financial Services Authority* – FSA. Depois da crise de 2008, o FSA foi substituído na regulação dos mercados financeiro e de capitais pelo *Financial Conduct Authority* – FCA, um órgão estatal.

Em linha com o exposto, vale citar a seguinte passagem em que o então diretor da *London School of Economics and Political Science* – LSE, Howard Davies (2004, p. 13) esclarece a superação na Inglaterra da regulação dos mercados financeiro e de capitais objeto das regras de um “clube de golfe” para ser objeto da ação estatal:

No Reino Unido, e em outras economias desenvolvidas, a **regulação** do mercado financeiro originalmente surgiu das associações comerciais ou da bolsa de valores. Membros de órgãos profissionais concluíram que aumentariam a confiança em suas ofertas, se estabelecessem alguns padrões para si próprios e para seus colegas. Eles reconheceram que as suas reputações cresceriam ou cairiam juntas. A negociação irregular por um corretor da Bolsa de Valores, por exemplo, potencialmente prejudicaria os interesses de todos os outros. Então, as “**regras do clube**” foram estabelecidas, com vigoroso policiamento, geralmente envolvendo a sanção final de remoção de um membro do **clube** em caso de violações reiteradas. Isso poderia ser chamado de **abordagem do “clube de golfe” para a regulação**. Enquanto esses **clubes** fossem claramente identificáveis, e era claro que certas categorias de pessoas dependiam fortemente umas das outras, a autorregulação funcionaria razoavelmente bem em Londres. Mas não funcionou bem a ponto do governo deixá-la sozinha.¹¹⁹ (Grifou-se)

A possibilidade de aceitação das regras privadas elaboradas pela autorregulação dos mercados financeiro e de capitais meras regras de um clube privado fica definitivamente afastada quando a adesão a tais regras é contraposta (i) aos diversos impactos que a atuação destes agentes de mercado pode ter na ordem econômica como um todo e, portanto, em uma série de interesses públicos. Tais como, contribuir para a desintermediação financeira, viabilizar a capitalização de sociedades empresárias e a formação de poupança popular; (ii) à

¹¹⁹ No original: “*In the UK, and in some other developed economies, financial market regulation originally grew out of trade associations, or the Stock Exchange. Members of professional bodies concludes that they would enhance trust and confidence in their offerings if they set some standards for themselves and their colleagues to meet. They recognized that their reputations stood or fell together. Doubtful dealing in one stockbroking member of the Stock Exchange, for example, would potentially damage the interests of all the other. So ‘club rules’ were established, with some rough and ready policing of them, usually involving the ultimate sanction of removal of a member from the club in the event of persistent breaches. This was what you might call the ‘golf club’ approach to regulation. As long as these clubs were clearly identifiable, and it was clear that certain categories of people depended heavily on each other, self-regulation worked reasonably well in London. But it did not work well for the government to leave it alone*”. (Grifou-se)

necessidade que alguns agentes de mercado têm de fazer parte de alguma associação autorreguladora. Esta necessidade é quase que obrigatória em alguns casos (quando, por exemplo, a licença social para operar de sociedades integrantes de um determinado setor da atividade econômica assim obriga) e obrigatória em outros (como, por exemplo, as regras de autorregulação sobre a segurança na fabricação de bens e serviços). Assim, já não se está mais falando aqui da decisão de aderir à autorregulação como uma decisão neutra, para os interesses públicos, e totalmente livre e voluntária, para os interesses privados, mas sim de uma decisão que determina a própria sobrevivência de determinado competidor no mercado autorregulado.

Cita-se como exemplo desta adesão *coagida* à autorregulação, o caso dos administradores de carteiras de valores mobiliários – categoria gestor de recursos, regulados pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2017. Estas sociedades empresárias precisam obrigatoriamente aderir ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento para que possam prestar serviços aos fundos de investimento administrados por instituições financeiras que sejam associadas à ANBIMA¹²⁰ ou aderentes ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento. Assim, uma adesão que em tese é voluntária passa a ser obrigatória, pois no contexto atual dos mercados financeiro e de capitais brasileiro, a esmagadora maioria dos administradores de fundos de investimento (especialmente os de grande porte, com boa reputação e histórico de atuação no setor) é associada à ANBIMA. Tendo em vista que os mercados financeiro e de capitais são muito sensíveis à reputação dos participantes e dos prestadores de serviços nestes setores, uma instituição que não seja aderente ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento tem poucas chances de competir em igualdade de condições com os demais concorrentes aderentes. Neste sentido, ver:

TÍTULO III – SERVIÇOS
CAPÍTULO IX – ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Art. 23 – A administração do fundo de investimento compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e manutenção do fundo.

(...)

§3º. **Cabe ainda ao administrador:**

¹²⁰ As instituições associadas à ANBIMA aderem a todos os códigos de autorregulação da ANBIMA no momento da associação.

I. Para as atividades previstas no § 1º do artigo 2º, incisos II [gestão de carteira de fundos de investimento], V [tesouraria de fundos de investimento], VI [controle de ativos de fundos de investimento], VII [Controle do passivo de fundos de investimento] e VIII [Custódia de ativos de fundos de investimento], **contratar somente prestadores de serviço aderentes a este Código ou ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais**, se for o caso, ressalvado o previsto no artigo 27 deste Código;¹²¹ (Grifou-se)

Ressalta-se que uma disposição deste tipo é especialmente prejudicial para instituições ingressantes nos mercados financeiro e de capitais de menor porte, pois elas precisarão arcar com maiores custos para início ou para o exercício de suas atividades e terão necessariamente que adequar as suas estruturas internas, pessoal, práticas e procedimentos a uma estrutura de governança mais robusta para fazer frente às obrigações geradas da adesão à ANBIMA. Por outro lado, este tipo de regra favorece o *status quo* e dificulta o ingresso de novos entrantes no setor regulado, na medida em que tende a proteger as instituições financeiras e sociedades empresárias de atuação já consolidada nos mercados financeiro e de capitais.

2.2.1.1.4.1 Natureza jurídica da adesão à autorregulação

Serão abordadas a seguir as discussões sobre a natureza jurídica do ato formal de adesão de um determinado particular às regras de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais.

As associações autorreguladoras do mercado de capitais brasileiro ainda tendem a considerar o ato de adesão às suas regras por parte dos agentes de mercado um ato meramente contratual. Ou seja, aqui, por enquanto, se ignora o sentido institucional do ato de adesão. Ou seja, ignora-se que a associação representativa dos interesses de um determinado setor da

¹²¹ “Art. 27 – Caso a instituição participante administre fundo exclusivo em que a gestão seja exercida pelo próprio cotista, legalmente habilitado e formalmente constituído como tal, fica o administrador dispensado, com relação a este fundo de investimento, de: I. Aplicar a política interna para seleção de prestadores de serviço definida no artigo 25 do presente Código; e II. Exigir que o gestor seja aderente a este Código.” Fonte: Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/49/E6/2A/13/B600A510C81C5B9569A80AC2/Codigo-de-Fundos-01072016.pdf>. Data de acesso: 19 nov. 2017.

economia e que reúne alguns dos principais agentes do mercado em questão possa vir a ocupar uma posição de superioridade “hierárquica”,¹²² social, política e econômica.

Uma vez que a definição de graus hierárquicos está tradicionalmente ligada à forma como o Estado (burocrático) se organiza e não como se organizam as instituições privadas. No setor privado, prevaleceria a ideia de que todas as pessoas naturais e jurídicas ocupam a mesma posição em um ambiente livre de demarcações ou espaços sociais rígidos e pre-determinados a ser ocupados. Em outras palavras, se no âmbito do Estado haveria hierarquia, comando e controle, centralização piramidal da tomada de decisões e de autoridade. Do ponto de vista do setor privado há o espaço para coordenação entre agentes livres e iguais. Portanto, a defesa acrítica da posição “hierarquicamente superior” das instituições privadas autorreguladoras, tal como faz Brenneke (2016), é algo essencialmente disruptivo e contrário ao caráter competitivo das relações entre os agentes privados atuantes em um mesmo setor da economia. Especialmente se considerarmos que em direito privado não há espaços para a existência de hierarquias entre sujeitos de direito igualmente capazes. Contudo, em determinados setores e situações sociais específicas (tais como no contrato de trabalho ou nas relações de consumo) o direito reconhece a existência de posições socialmente diferenciadas entre os sujeitos participantes da relação jurídica, seja pelo montante de poder econômico, social, técnico, negocial ou simbólico existente entre tais sujeitos. Assim, o direito abre espaço para a sua aproximação das demais ciências sociais em que estas diferentes relações de poder entre agentes integrantes do setor privado vêm sendo analisada há mais tempo. Valendo citar como exemplo os trabalhos de sociólogos e cientistas políticos, Schmitter (1985), Streeck e Schmitter (1986), Birkinshaw, Harden e Lewis (1995), e economistas (Stigler, 2004 [1971]).

Uma vez considerado que as associações autorreguladoras, por se tratarem de entidades representativas de interesses corporativos que, de fato, possuem maior trânsito entre autoridades dotadas de autoridade jurídica, poder econômico e de influência na formação de uma agenda social pública sobre a autorregulação e a regulação, é possível supor que não se trata – no ato de adesão de uma sociedade empresária a um órgão de autorregulação – de um mero acordo contratual de vontades livres e iguais.

¹²² Vale lembrar a incorreção na defesa da existência de relações de superioridade *hierárquica* entre instituições privadas, dado que este termo remete a uma estrutura organizacional dotada de comando e controle centralizado (estrutura típica da organização estatal). Ver o item 2.1.1.1.3.

Ao contrário, trata-se do ingresso de um profissional ou de uma instituição privada em um mercado no qual existe um sistema de regras, de decisão, de alteração e de cooptação de interesses privados bem maior do que o nível verificado quando dois ou mais agentes de mercado livres e iguais decidem firmar um contrato entre si. No caso de uma contratação, há ajuste de vontades, porém, no caso da adesão à autorregulação à sujeição de uma parte (o profissional ou sociedade empresária aderente) à outra (a associação autorreguladora). Ora, se é possível identificar estas posições diferentes no momento da prática do ato e durante a sua produção de efeitos, é possível aventar que, neste caso, estar-se-á diante de um tipo de ato jurídico ainda pouco explorado na seara do direito empresarial: o ato de adesão à autorregulação. Havendo a necessidade de questionar se este ato jurídico implica, por exemplo, a realização de um quase contrato, um contrato (de adesão, bilateral, ou plurilateral) ou de um ato institucional.

2.2.1.1.5 Funções autorregulatórias do poder de compra

Segundo o economista americano John Kenneth Galbraith (1952, p. 112 apud Goldberg, 2006, p. 166), o exercício do poder de compra poderia ter funções autorregulatórias de um determinado setor. Segundo este autor, um comprador com relevante poder econômico (*market power*) pode, por meio de seus contratos com fornecedores e parceiros comerciais, implantar padrões de conduta ao longo de toda¹²³ a sua cadeia produtiva, dada a sua capilaridade contratual e importância sistêmica.¹²⁴

Deste modo, o próprio exercício do poder econômico no lado da compra (poder de compra ou *buying power*) por instituições relevantes poderia ser utilizado para implantar políticas públicas regulatórias de um determinado setor quando a tomada de decisões

¹²³ Ou, ao menos, de parcela significativa, dependendo do nível de sua capilaridade contratual e das suas compras intragrupo (ou seja, das compras que são feitas entre sociedades integrantes de um mesmo grupo ou conglomerado econômico, societário e financeiro).

¹²⁴ O nível de importância sistêmica de um determinado agente de mercado pode ser medido pela dificuldade em retirar este agente do mercado sem desestabilizar outros participantes do mercado ou o próprio mercado em si. Ver, por exemplo, os casos das instituições financeiras consideradas “too big to fail” após a crise econômica iniciada nos Estados Unidos e disseminada para o mundo em 2007-2008.

empresariais por compradores relevantes tiver efeitos sobre o ponto de equilíbrio¹²⁵ de mercado considerado ideal pela regulação setorial. Perfazendo, então, uma nova forma de cooperação entre o setor público e o setor privado na consecução de objetivos de regulação e de política pública setorial.

Contudo, ressalta-se que o termo autorregulatório (*self-regulatory*) na forma como empregada por este autor, parece ter como significado não a intenção deliberada de exercer regulação (por meio das imposições de restrições ao exercício da autonomia privada e livre iniciativa de agentes de mercado atuantes em um determinado setor, comando e controle), mas de implicar possível equilíbrio entre os fatores de oferta e demanda atuantes em determinado mercado. Ou seja, neste sentido, ausente o direcionamento estatal, a autorregulação não seria uma forma de exercer a regulação fora da estrutura do Estado, mas sim um mecanismo auto-organizador do próprio mercado que seria atingido por meio de alterações nas curvas de demanda e de oferta daquele mercado específico. Portanto, mais próximo à ideia da autorregulação uma forma de manifestação da “mão invisível” do mercado.

Apesar de o foco do presente trabalho ser a autorregulação institucionalizada (ou seja, a autorregulação como exemplo de alinhamento entre interesses privados e interesses públicos e exercida por meio de instituições privadas com mais ou menos interferência e objetivos públicos) voltada para o exercício de funções administrativas, normativas e judicantes num determinado setor regulado, este ponto de vista é interessante, pois demonstra um exemplo de alinhamento entre interesses privados e interesses públicos a despeito da intervenção estatal.

Em todo caso, este item foi julgado conveniente para ser incluído no presente trabalho porque é possível observar na experiência de alguns setores relevantes da economia como o poder de mercado vem sendo utilizado por alguns compradores relevantes, tais como as maiores instituições financeiras privadas do mundo (no caso dos princípios do equador, para a adoção de práticas de financiamento de atividades ambientalmente responsáveis), a maior rede varejista (caso do Wal-Mart, para as práticas adotadas por seus fornecedores e revendedores) e de uma das maiores cervejarias (caso da Heineken, para o incentivo do consumo

¹²⁵ A noção de *equilíbrio* aqui tratada se refere ao ponto no qual o mercado funciona com o menor índice possível de falhas de mercado e regulatórias e não ao ponto onde as curvas de oferta e de demanda de um determinado mercado se igualam.

responsável de bebidas alcoólicas), ou dos frigoríficos (caso da JBS, para melhoria da qualidade nos frigoríficos e matadouros no Brasil) para buscar deliberadamente influenciar na determinação das escolhas por parte de seus fornecedores, prestadores de serviços ou consumidores. Assim, esta prática expressaria bem como a iniciativa privada pode (mesmo que buscando interesses privados ou puramente egoísticos) ser direcionada para o atendimento de finalidades relevantes para os interesses públicos.

2.2.1.1.5.1 Inclusão de cláusulas de interesse público em contratos privados

Do ponto de vista da nova governança, este tipo de inclusão de cláusulas de interesse público em contratos privados, como nos casos citados, configura o que Vandenberg (2005, p. 15) denomina de contratos de segunda ordem (*second-order agreements*) por meio do qual os contratos privados podem ser utilizados como um veículo para dar capilaridade aos objetivos da regulação de um determinado setor e para a inclusão, sob a égide das regras aplicáveis ao mercado regulado, de novos agentes de mercado que, formal e inicialmente, estariam fora do ambiente regulatório de determinado órgão regulador. Assim, caso o órgão regulador estatal tome conhecimento e resolva utilizar esta “possibilidade contratual” para veicular suas regras por meio de um determinado setor, pode ser possível fomentar a interrelação positiva entre a autorregulação de mercado (seja ela institucional ou atrelada alguma ideia de equilíbrio de mercado) e o Estado na consecução de objetivos relevantes para os interesses públicos.

Adicionalmente, a possibilidade de inclusão de regras de interesse público em contratos privados pode ser analisada como um caso de utilização de contratos como instrumentos regulatórios das relações entre particulares (Collins, 1999). Ou seja, de um caso em que não a lei ou regulamentos administrativos são utilizados para implementação da regulação, mas os próprios contratos firmados entre pessoas jurídicas de direito privado.

2.2.1.1.6 Licença social para operar

A autorregulação pode funcionar, ainda, como um mecanismo para aprimorar e gerenciar a percepção pela população em geral e, por alguns grupos em particular, de que a

atuação destas instituições atende às licenças sociais para operar, conceito tratado no item 2.2 acima dos setores autorregulados.

Portanto, a autorregulação estaria alinhada às práticas de gestão da reputação e da “legitimidade” da atuação das instituições perante o mercado autorregulado como um todo ou perante alguns grupos específicos. De modo que, ao aderir ou criar regras para o mercado, os autorreguladores e autorregulados estariam buscando neutralizar ou responder às pressões sociais ou econômicas que lhes são próprias. A tentativa de utilizar a autorregulação como meio de neutralizar pressões jurídicas é ilustrada por Black (1997) e tratada foi na classificação de autorregulação adotada no presente trabalho. Um dos tipos de autorregulação, segundo a proposta de classificação desta autora, é a autorregulação “coagida”, em que a autorregulação é instituída justamente com a finalidade de impedir uma futura regulação estatal sobre um determinado setor da economia.

2.2.1.1.7 Função social da autorregulação

Antes de falar sobre a função social da autorregulação, há que esclarecer que “funcionalizar” o exercício de direitos significa dizer que tais direitos devem ser exercidos no atendimento de determinadas finalidades específicas. Por exemplo, os direitos de propriedade sobre os bens de produção devem ser utilizados de acordo com sua função social (Comparato, 1986) imediata de contribuir com o aumento da produção em determinado setor da economia e mediata de contribuir com o desenvolvimento nacional. Assim, para que uma determinada *função* da autorregulação possa ser identificada é necessário concluir antes que (i) o agente privado autorregulador tem o *direito* de exercê-la (o que a torna lícita) e (ii) o seu exercício é útil, necessário ou suficiente para levar ao atingimento de determinadas finalidades social e constitucionalmente desejáveis. Como, no direito brasileiro, os particulares não têm o *direito* de exercer diretamente a função administrativa (leia-se estatal) de regular, verifica-se que o primeiro critério identificado no item (i) resta prejudicado.

Tendo em vista a atual falta de clareza na legislação, doutrina e jurisprudência brasileira sobre a definição legal do *status* jurídico da autorregulação no direito e no ambiente institucional brasileiro, algumas questões podem ser colocadas em relação à natureza do

exercício desta “atividade” ou “função”. Por exemplo, pode-se questionar: (a) se a autorregulação é uma função pública, mesmo exercida por agentes privados com ou sem delegação expressa de poderes (ou funções) estatais, quais são as consequências jurídicas decorrentes desta caracterização. Por exemplo, mesmo os autores que defendem a possibilidade de exercício de funções públicas por particulares (Gonçalves, 2008) (Selznick, 1980) (Boozeman, 1987) afirmam que a possibilidade deste exercício deve vir acompanhada do regime jurídico de direito público. Tal regime jurídico talvez não deva ser aquele estritamente idêntico ao regime jurídico previsto para as agências reguladoras ou órgãos reguladores estatais, haja vista que isso tornaria as instituições autorreguladoras em meros órgãos burocráticos *estatais* fora do Estado. Por outro lado, talvez, este regime jurídico também não pudesse ser o mesmo regime jurídico aplicável às instituições privadas que não exercem prerrogativas regulatórias na autorregulação.

Atualmente, a autorregulação do mercado de capitais brasileiro ainda está distante deste regime de direito público. Pois mesmo os autores que defendem o atual modelo de autorregulação realizado pelas instituições organizadoras de mercado de bolsa de valores mobiliários ou de balcão organizado de valores mobiliários não se preocupam em estabelecer, por exemplo, o regime jurídico de contratação de pessoal para atuar no exercício de funções públicas pelas instituições autorreguladoras (pelo regime celetista ou pelo regime jurídico único dos servidores públicos?), de eleição de seus diretores (qual deve ser o seu processo de nomeação?), de produção de suas regras (independentemente de estas regras serem consideradas como regras “jurídicas” ou não), participação de terceiros ou demais interessados em seus processos decisórios (existe controle democrático?) etc.

Vale ressaltar que a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, especialmente quando mandatada ou sancionada, deve ser fiscalizada pela CVM ou pelo BACEN, órgãos reguladores setoriais, cuja própria atuação *qua* órgãos reguladores está sujeita a críticas quanto à legitimidade democrática de sua atuação. Pois tais autarquias federais, integrantes da administração pública indireta, têm algumas características que impediriam um completo controle democrático de seu funcionamento. Por exemplo, a existência de diretores com mandato fixo que não podem ser destituídos *ad nutum* pelo presidente da república. Contudo, as decisões sancionatórias tomadas pela CVM ou pelo BACEN podem ser objeto de recursos hierárquico impróprio ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN (conforme o artigo 1º do Decreto nº 91.152, de 15 de

março de 1985). Porém, como há a possibilidade de apresentação de recurso hierárquico impróprio para o ministério em que as autarquias estão vinculadas, é possível traçar uma linha de controle e legitimidade democrática entre a esfera da burocracia estatal até a esfera política sujeita ao controle eleitoral.

Em relação às correntes teóricas que podem servir para fundamentar a atuação de instituições privadas autorreguladoras na regulação¹²⁶ dos mercados financeiro e de capitais brasileiro, é importante analisar se a autorregulação pode ser considerada uma forma de manifestação de uma autoridade *imane*nte ou *espontânea* vinda da sociedade para o Estado e cuja legitimidade estaria assegurada pela adesão voluntária de um grande número de profissionais e instituições privadas. O conceito de autoridade não estatal orientada para o mercado foi introduzido por Cashore et al. (2004) com o propósito de explicar um fenômeno crescente nas últimas décadas no ambiente regulatório econômico: a existência de certificações privadas representadas por *selos* de qualidade privados que vêm ganhando cada vez importância no cenário econômico nacional e internacional.

Segundo este autor, tais selos (ANBIMA, PQO, FSC, ABRINQ etc.), decorrentes de medidas desenvolvidas em caráter estritamente privado, foram se tornando, na verdade, imperativos a ser seguidos pelas instituições privadas atuantes nestes setores porque passaram a ser reconhecidos pelos consumidores como parâmetros de qualidade, segurança e boa conduta. Assim, na medida em que estas certificações ganham notoriedade e, “aceitação”, elas deixariam de ser mera expressão da autonomia da vontade de alguns indivíduos para se tornarem formas legítimas de restrição da liberdade de atuação dos agentes econômicos. Ou seja, um “instrumento regulatório” reconhecido, aceito socialmente e, portanto, legítimo, mesmo não tendo sido implantado pelo Estado.

Por outro lado, caso se considere que a autorregulação é uma atividade empresarial¹²⁷ meramente privada e, portanto, sujeita aos mesmos princípios jurídicos aplicáveis às demais atividades econômicas organizadas exercidas pelos particulares, é possível indagar sobre qual seria a sua função social. Questionamento que vem sendo feito para as atividades econômicas

¹²⁶ Vale lembrar que o conceito de regulação necessariamente implica na imposição de restrições à autonomia e liberdade de escolha de particulares, conforme tratado no item 1.1 deste trabalho.

¹²⁷ Isto é, uma atividade, em primeiro lugar, lícita e abrangida pela livre iniciativa, e, depois, econômica e organizada, principalmente.

organizadas de todos os indivíduos e sociedades empresariais. Contudo, deve-se ressaltar que a defesa de uma “função social” para uma determinada atividade não pode significar a devolução de funções e prerrogativas estatais para os particulares, com a consequente auto-demissão do Estado de seus deveres constitucionais (Comparato, 1996) e tampouco conferir uma autorização para que alguns particulares (com significativo poder econômico e político, como os grupos privados envolvidos na autorregulação dos mercados financeiro e de capitais) possam simplesmente contornar os sistemas, meios e controles jurídicos e políticos e constitucionais para impor a terceiros as suas preferências jurídicas, políticas ou ideológicas por meio da autorregulação ou de outros instrumentos privados (Friedman, 1970). Tais sistemas, meios e controles jurídicos e políticos e constitucionais devem ser observados mesmo para a tomada de medidas com base em argumentos de responsividade social ou de eventuais benefícios públicos decorrentes da atuação das instituições privadas.

2.2.1.1.8 A autorregulação como gestão de riscos e de reputação

A autorregulação dos mercados financeiro e de capitais também pode funcionar como uma medida de gestão de reputação¹²⁸ e legitimidade pelas instituições privadas, especialmente se considerado que o mercado de capitais brasileiro é fortemente vinculado à atuação de instituições financeiras ao invés de funcionar como mecanismo de desintermediação bancária.

Neste sentido, o que o mercado de capitais brasileiro faz é mudar a área de atuação das instituições financeiras, o tipo de instituição envolvida nas operações e o arranjo

¹²⁸ Vale ressaltar que nos mercados financeiro e de capitais, onde são negociadas basicamente as expectativas futuras dos participantes sobre os ativos financeiros negociados, a preocupação com a reputação de uma instituição não é exclusivamente uma questão publicitária. Pois o ganho ou a perda da reputação de uma instituição pode afetar a existência dessa instituição e a confiabilidade do setor como um todo. Nesta linha, Gaultier-Gaillard e Louistot (2006, p. 1) explicam que: “[A r]eputação é um ativo intangível que afeta diretamente o valor da firma. Apesar de reputação evidenciar a crença que a firma está em um curso comercialmente sustentável, é construída na confiança estabelecida com todas as partes interessadas conforme o comportamento passado correto. (...) A queda de algumas podem engolir um setor inteiro onde as transações são baseadas em confiança no cumprimento de futuras promessas”.

organizacional dentro dos conglomerados financeiros atuantes no mercado de capitais.¹²⁹ Pois se como banco comercial, a atuação principal da instituição financeira é conceder empréstimos e financiamentos, no mercado de capitais elas atuam na prestação de serviços.¹³⁰

Na forma como os serviços financeiros estão organizados atualmente – em grandes conglomerados econômicos e societários com várias sociedades subsidiárias cada uma responsável pela prestação de determinados serviços e atividades, as instituições financeiras atuam, direta ou indiretamente, por meio de suas subsidiárias e controladas (*parent companies*), na estruturação, originação e prestação de serviços necessários para viabilizar a captação de recursos perante instituições financeiras ou investidores ou veículos de investimento administrados, geridos ou custodiados pela própria instituição financeira estruturadora ou por sociedades empresárias integrantes de seu conglomerado econômico, societário ou financeiro. Deste modo, apesar de não se figurar mera relação de crédito bancário, as instituições financeiras participam das operações de mercado de capitais como prestadoras de serviços (distribuidoras, estruturadoras, custodiantes, consultoras, escrituradora, agentes de cálculo, agentes de pagamento etc.). Sendo possível supor que hoje estar-se-ia a falar de operações bancárias “fora do balanço”¹³¹ (*off-balance sheet*) e não de desintermediação bancária propriamente dita, uma das principais funções do mercado de capitais.

Neste contexto, a autorregulação conferiria, presumidamente, uma maior aparência de regularidade e de adoção voluntária de parâmetros de atuação profissional e prestação de

¹²⁹Ver, por exemplo, a aquisição de 49,9% das ações representativas do capital social da XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. pela Itaú Unibanco S.A., operação societária onde a maior instituição financeira bancária privada adquiriu uma participação significativa do capital social e a opção de adquirir o controle societário (a partir do ano de 2024) da maior distribuidora de valores mobiliários não integrante de um conglomerado financeiro em atuação no mercado de capitais brasileiro. Fonte: <http://www.valor.com.br/financas/5191009/por-que-xpitauesta-na-mira-do-cade>. Para uma análise dos problemas concorrenciais causados pela atuação de instituições financeiras bancárias no mercado de capitais ver: Comissão de Valores Mobiliários (1979) “Consequências da existência de instituições financeiras exercendo atividades no mercado de valores mobiliários”. In: *Revista Brasileira de Mercado de Capitais – RBMEC*, vol. 5, n° 15, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC. Disponível em: http://ibmec.org.br/instituto/download/revistas-ibmec/Vol-05_n-15_Set-Dez-1979.pdf. Data de acesso: 19 nov. 2017.

¹³⁰ Os chamados serviços qualificados: custódia, escrituração, agente de cálculo, pagamento e liquidação, controladoria, representação de investidores não residentes, administração de fundos de investimento, gestão de carteiras de valores mobiliários, corretagem e distribuição de ativos financeiros e valores mobiliários, consultoria, estruturação de operações nos mercados de capitais, formação de mercado etc.

¹³¹ Operações que a instituição financeira participa sem comprometer seu próprio capital e seus índices de endividamento.

serviços de maior qualidade e segurança para o mercado, para o Estado regulador ou para os clientes das instituições financeiras, fazendo com que a autorregulação passe a funcionar como mais uma forma encontrada pelas instituições financeiras para que sejam socialmente reconhecidas como instituições que fazem mais do que o mínimo exigido pela regulação (*overcompliance*). E, portanto, merecedoras do crédito e confiança dos clientes e do regulador estatal. Vale ressaltar que, no Brasil, especificamente, as instituições financeiras são vistas como “vilãs” pela população desde pelo menos o século XVIII.¹³²

Por exemplo, as maiores instituições financeiras atuantes nos mercados de varejo brasileiro atualmente exercem uma série de atividades que, a princípio, não tem relação com sua atividade bancária, mas se aproximam de um modelo atuação socialmente responsiva. Ou seja, que leva em consideração nos processos decisórios internos da instituição os potenciais impactos que as suas atividades podem ter para terceiros ou comunidades afetadas pelas suas atividades ou disponibilizam serviços de aparente caráter “social”.¹³³

As instituições financeiras, ao proceder desta forma, buscam construir uma imagem corporativa de instituição preocupada com as pessoas, sociedade, meio ambiente etc. e não apenas com seus próprios lucros e demais objetivos empresariais. Com base em uma possível estratégia de aprimorar a sua licença social operar. Na medida em que buscam garantir que suas reputações, ativos intangíveis, não sejam depreciadas por medidas de consumidores ou terceiros (*naming and shaming*) ou ações do Estado.

Assim, a autorregulação poderia ser incluída como uma das muitas outras atividades adotadas pelas instituições financeiras que, por um lado, têm fortes incentivos para desenvolver as suas reputações enquanto instituições “respeitáveis” e estáveis; por outro, precisam conseguir a adesão de maior número de pessoas às suas atividades (correntistas, clientes, investidores) e se utilizam de diversas formas para conseguir conferir legitimidade à posição que ocupam na economia capitalista contemporânea. Assim, a autorregulação poderia

¹³² Para mais informações sobre esta histórica imagem dos bancos no Brasil ver: Manoel Pinto de Aguiar (1960) *Bancos no Brasil colonial: tentativas de organização bancária em Portugal e no Brasil até 1808*. Salvador: Editora Livraria Progresso.

¹³³ Tais como disponibilizar bicicletas em pontos específicos das grandes cidades do Brasil. Para mais exemplos de atuação das instituições financeiras no Brasil que podem ser caracterizadas como gestão de reputação por meio do exercício de atividades socialmente responsivas, ver: João Manoel de Lima Junior (2017). *Regulação financeira e sustentabilidade: Cooperação, Colaboração e Intersetorialidade entre o Sistema Financeiro e a Proteção Ambiental*. Curitiba: Editora Juruá.

ser caracterizada um eficiente meio de gestão de legitimidade (esfera social de sua licença social para operar) e reputação (ativo intangível). Permitindo que as instituições financeiras participantes das instituições autorreguladoras passem a ser consideradas não como uma espécie de grupo de “exploradores” da sociedade pelo capital privado ou por uma “elite” composta de pequeno grupo de pessoas, mas sim como “titulares” de um poder econômico, jurídico e social desejável e aceito de acordo com os valores da sociedade em geral ou com os interesses públicos.

Neste sentido, a um turno as instituições atuantes nos mercados financeiro e de capitais conseguiriam pela autorregulação: fazer campanhas de “*marketing social*”, implantar estratégias para captação de novos clientes e negócios, impor ônus e barreiras à entrada de concorrentes (potenciais ou atuais) nos mercados autorregulados e – na medida em que a autorregulação vem sendo disseminada e acriticamente analisada por autores preocupados com a regulação econômica – contar com cada vez mais legitimação acadêmica e beneplácito estatal.

Vale ressaltar que existe uma grande dificuldade prática em se diferenciar a reputação da legitimação. Podendo ser citado como critério de distinção o momento em que estas situações se verificam. Pois a legitimação vem antes, ou seja, a instituição precisa recebê-la antes do início de suas atividades que a sua instalação tenha sido “legítima” e venha a ser consolidada e reforçada pela sedimentação da prática. A legitimidade seria um “ativo” social fundado na confiança que os cidadãos depositam em determinadas instituições, atribuindo-lhe um valor de instituições autorizadas socialmente a desempenhar as suas atividades. Por outro lado, a reputação seria um ativo financeiro intangível (expresso pela atribuição de valor monetário à marca da instituição) que é adquirido ao longo do tempo, depois da sedimentação das atividades da instituição. Pois primeiro a instituição é construída e depois, com o tempo e prática reiterada, se consolidaria a sua reputação.

2.2.1.2 A autorregulação como um produto demandado pelo mercado

Os autores que tratam de regulação parecem não levar em consideração as contribuições da teoria econômica da regulação e da ciência política (*public choice*) no sentido de que a “regulação” (ou seja, a criação de regras que podem ser benéficas para uns e

prejudiciais para outros) pode ser vista como um “produto” demandado pelos agentes privados – especificamente pelos participantes do próprio setor regulado e ofertado pelos governantes (Garcia Jr, 2002). Nesta perspectiva, a autorregulação é vista como mais um “bem” (ou “produto”) a ser oferecido em um mercado cujos ofertantes são os reguladores ou legisladores e os demandantes são os agentes do setor regulado (Stigler, 2004 [1971], p. 25). Os agentes participantes do setor regulado demandam a regulação na forma, no aspecto e no tempo em que, talvez, o Estado regulador não tenha capacidade ou velocidade de ofertar. Daí a necessidade de novos meios ou arranjos autorregulatórios para que a regulação demandada seja “entregue” a contento dos regulados.¹³⁴

Este ponto pode ser observado quando se analisa os casos de possibilidade de aplicação de penalidades de direito da concorrência contra o *lobby* por regulação estatal (Jordão, 2009b). Nesta seara do direito antitruste, um agente de mercado poderia vir a ser punido se demandar uma determinada medida ou ato, normativo ou administrativo, do Estado com o único propósito de prejudicar seus concorrentes. Porém, esta é a aplicação excepcional da medida, pois no geral, a experiência internacional,¹³⁵ considera ser possível que particulares (aí incluídas as sociedades empresárias) busquem defender seus interesses perante seus representantes. Esta possibilidade teria como fundamento o ideal democrático que todas as pessoas (cidadãos) devem poder acessar seus representantes eleitos democraticamente para o exercício direto do poder político.

Em que pese a correção deste entendimento quando aplicado a quem de fato é um cidadão, o eleitor, parece ser descabido quando se analisa a sua adoção e aceitação generalizada para defesa da atuação do *lobby* praticado por sociedades que exercem atividades econômicas organizadas. Esta crítica é possível, porque, primeiro, as sociedades empresárias não votam em seus representantes. Elas são uma abstração jurídica, um instituto jurídico, utilizado para viabilização da atividade econômica. E, portanto, as empresas não teriam, em tese, representantes eleitos a quem recorrer. Então, por mais que se tenda atualmente a “humanizar” as sociedades empresárias, é preciso sempre ter em mente que as

¹³⁴ Ver, por exemplo, a manifestação do presidente de um banco privado citada no item 1.2.2.

¹³⁵ É feita referência aos casos *Eastern Railroad Presidents Conference v. Noerr Motor Freight* (365 U.S. 127.) e *United Mine Workers v. Pennington* (381 U.S. 657, 670) julgados pela Suprema Corte dos EUA, estes casos são considerados *leading cases* da jurisprudência estadunidense sobre o reconhecimento da possibilidade de instituições privadas tentarem influenciar a aprovação de medidas legislativas que possam ter efeitos restritivos à concorrência (“*Noerr-Pennington doctrine*”). Para mais informações, ver Jordão (2009b).

sociedades empresárias, pessoas jurídicas, portanto, têm capacidade para exercer alguns atos da vida civil em decorrência de sua autonomia patrimonial, processual e obrigacional, mas não todos. Elas não são plena e totalmente equiparadas às pessoas naturais, essas sim têm representantes, porque podem ser cidadãos, votar em seus representantes e, assim, ter a prerrogativa de lhes apresentar demandas após sua eleição.

Outro problema seria o fato de a regulação, na maioria dos casos, ocorrer não na esfera da representação política, das casas legislativas, mas sim no âmbito da regulação setorial. Ou seja, da burocracia. Uma esfera de atuação do Estado que sofre, ela mesma, de seus próprios déficits de legitimidade democrática. Desta forma, é necessário questionar qual seria o fundamento democrático para a defesa, por uma empresa perante um regulador, de uma determinada medida estatal que a favoreça ou prejudique seus competidores se, de um lado, as sociedades empresárias não são eleitoras e, logo, não têm representantes eleitos.¹³⁶ Tal argumento somente poderia ser de ordem econômica e patrimonial.

Também contribui para análise de autorregulação um produto, um bem, demandado pelos próprios regulados a análise do desenvolvimento histórico da autorregulação do mercado de capitais brasileiro desenvolvida por Levy (1977) – e mais recentemente por Brennenke (2016) –, na qual estas autoras afirmam que a autorregulação, em estágio embrionário da feição que viria a ter hoje, se iniciou na década de 1970 do século passado quando os participantes do mercado de bancos de investimento resolveram constituir uma associação para representar seus próprios interesses e fazer uma regulação própria para o setor. Em que, na visão deles, seria necessária para suprir as deficiências da regulação estatal então vigente. Desde então, continua esta autora, a autorregulação vem sempre ganhando mais força e legitimidade (talvez mais entre os agentes privados participantes dos mercados financeiro e de capitais do que perante o público em geral, que talvez pouco a conheça) na medida em que seu crescimento acompanha as crises econômicas e de confiança que atacam as atividades desenvolvidas nos mercados financeiro e de capitais. Ou seja, de tempos em

¹³⁶ Interessa notar que, no ordenamento jurídico brasileiro, a “empresa” não é nem mesmo sujeito de direito, é objeto da atividade econômica organizada pelo empresário individual ou pela sociedade empresária. Para defesa do reconhecimento da empresa como sujeito de direito, ver José Gabriel Assis de Almeida (1999) “A Noção Jurídica de Empresa” In: *Revista de Informação Legislativa*, vol. 36, nº 143, p. 211-229. Brasília: Senado Federal.

tempos, passam a estar presentes determinadas condições de demanda que fazem nascer a oferta de uma heterorregulação que pode vir a ser demandada do Estado (regulação) ou do próprio setor privado (autorregulação).

2.2.1.3 Natureza jurídica das penalidades aplicadas pela autorregulação

As associações autorreguladoras podem aplicar uma série de penalidades aos seus associados e demais instituições privadas abrangidas por sua autorregulação. Tais penalidades podem ser de advertência privada, advertência pública, multas, suspensão de adesão ou cancelamento de adesão. Sendo importante lembrar que a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro, conforme indicado no item 2.2.1.1.4 acima, pode atingir em alguns casos profissionais ou instituições que não aderiram voluntariamente à autorregulação ou somente aderiram porque a adesão foi condição para o exercício da atividade ou permanência no mercado.

Também precisa ser analisada para a identificação da legalidade da autorregulação a natureza jurídica das multas aplicadas pelas associações autorreguladoras. Isso porque estas penalidades podem ser incluídas tanto entre as penalidades do direito civil (cláusula penal) – caso se aceite que a autorregulação é uma atividade estritamente privada exercida por pessoas jurídicas de direito privado – quanto entre as penalidades do direito administrativo sancionador – caso se aceite que a atuação das entidades autorreguladoras deve ser regida pelas regras aplicáveis às pessoas jurídicas de direito público.

Do ponto de vista do direito público, a penalidade aplicada pela instituição autorreguladora teria natureza jurídica de sanção administrativa/disciplinar e seus destinatários seriam titulares de todas as prerrogativas que possuem contra a ação punitiva estatal. Por exemplo, seriam aplicáveis à atuação punitiva da instituição autorreguladora todos os princípios do processo administrativo sancionador. Tais como os princípios do devido processo legal formal e material e os “limites materiais e formais à sua extensão teórica e aplicação prática”, legalidade, proporcionalidade e segurança jurídica¹³⁷ (Moreira Neto e Garcia, 2014).

¹³⁷ Para um rol detalhado destes princípios ver: Diogo de Figueiredo Moreira Neto e Flávio Amaral Garcia (2014) “A Principiologia no Direito Administrativo Sancionador”. In: *Revista Eletrônica de Direito do Estado*,

Sob o regime jurídico de direito privado, as multas aplicadas pela autorregulação podem ter duas naturezas jurídicas distintas: (i) de cláusula penal, sanção civil aplicável em caso de descumprimento do contrato de adesão às regras estabelecidas pela autorregulação pela sociedade ou profissional autorregulado¹³⁸ (caso se aceite que a relação havida entre o aderente e a instituição autorreguladora é meramente contratual); ou (ii) de sanção disciplinar (caso se aceite que a relação havida entre o aderente e a instituição autorreguladora é institucional).

Aderindo à tese da natureza institucional da relação havida entre o autorregulado e a instituição autorreguladora, Gressaye e Légal (1938) e Donaggio (2016, p. 128-129), explicam que:

[a] punição disciplinar, por sua vez, é uma medida que visa infligir algum tipo de sofrimento ou desconforto naquele que a recebeu, não tendo característica restauradora. Além de punições disciplinares, o órgão decisor da instituição também pode dispor acerca de medidas de ordem interna e sanções civis.

As sanções disciplinares privadas têm como referência as sanções do direito penal ou do direito disciplinar público e, em geral, podem ser de três tipos, “(i) penas privativas de qualidade, função ou direitos, tais como a exclusão do membro, (ii) penas pecuniárias, como multas, e (iii) penas morais ou desonrosas.

Em relação ao primeiro tipo de penalidade citado, a autora destaca, ainda, que as penalidades privativas de qualidade, função ou direitos podem se dividir em (i) boicote ou lista restritiva, (ii) suspensão ou exclusão da associação autorreguladora. Percebe-se a correição deste entendimento no que tange às multas aplicadas pelas instituições autorreguladoras e as sociedades empresárias ou profissionais que tenham aderido de livre e espontânea vontade às regras estabelecidas pela instituição autorreguladora.

Contudo, o posicionamento da natureza institucional do relacionamento havido entre a instituição autorreguladora e os autorregulados merece reparos em relação à falta de distinção entre (i) os destinatários das multas que aderiram voluntariamente à autorregulação; e (ii) os destinatários das multas que não aderiram livremente à autorregulação ou cuja adesão foi obrigatória para o ingresso ou permanência em determinado setor da economia ou atividade.

n° 37, p. I-1 a III-19. Disponível em <http://www.direitodoestado.com/revista/REDE-37-JAN-2014-FLAVIO-AMARAL-DIOGO-NETO.pdf>. Data de acesso: 20 nov. 2017.

¹³⁸ Importante notar que, nesta hipótese, a multa será uma obrigação acessória à obrigação principal e deverá observar o limite previsto no artigo 412 do Código Civil Brasileiro.

Isso porque a correção deste posicionamento depende das condições materiais para o exercício da liberdade de associação pelo autorregulado (na linha do “*golf club approach to regulation*”, citado no item 2.2.1.1.4 acima). Algo que não acontece, por exemplo, no atual mercado de bolsa de valores e de balcão organizado no Brasil, pois, por se tratar de um monopólio privado exercido pela B3, todas as sociedades empresárias que quiserem ter seus valores mobiliários negociados publicamente em mercados organizados¹³⁹ terão que aderir *obrigatoriamente* às regras da autorregulação do DRE da B3 e da BSM. Valendo ressaltar que estas companhias não podem ser incluídas no conceito de “auto” da autorregulação do mercado organizado de bolsa e de balcão de valores e mobiliários, conforme tratado no item 1.2 acima¹⁴⁰

Adicionalmente, ressalta-se que, em uma instituição privada autorreguladora, que tem por escopo estabelecer limitações ao exercício de determinadas profissões e atividades econômicas pelos seus associados, estas penalidades, necessariamente, terão uma feição econômica (pois ao restringir a liberdade de iniciativa, impactam a capacidade de renda e a esfera patrimonial dos autorregulados). Esta feição econômica torna as penalidades aplicadas pelas instituições autorreguladoras relevantes também juridicamente. Pois o direito coíbe tanto as transferências de renda injustificadas (por exemplo, pelos institutos do enriquecimento ilícito e do enriquecimento sem causa) quanto a imputação de danos materiais (lucros cessantes e danos emergentes) a outrem.

Deste modo, os autorregulados punidos poderão ter como consequência indireta da multa que lhes tiver sido aplicada pela instituição autorreguladora: desde eventuais reduções em suas reputações e desvalorização de suas marcas, até a possibilidade de virtual exclusão de um determinado setor da atividade econômica. Neste diapasão, qualquer penalidade aplicada em sede de autorregulação tem um componente coercitivo “não escrito” importante e que

¹³⁹ Vale citar que os investidores institucionais (EAPC, EFPC, RPPS) e os fundos de investimento somente podem investir em ativos financeiros registrados para negociação em mercados organizados de balcão ou de bolsa de valores mobiliários. O que reforça o peso da obrigatoriedade da adesão à autorregulação, já que estes investidores são responsáveis por investir em grandes parcelas das ofertas públicas e negociações secundárias de valores mobiliários e ativos financeiros no Brasil.

¹⁴⁰ Além do quanto disposto no presente trabalho sobre a natureza jurídica das multas aplicadas pela autorregulação, há que ressaltar que a caracterização da natureza pública ou privada desta multa traz uma série de repercussões sobre o patrimônio e sobre a esfera jurídica dos autorregulados que extrapola os objetivos do presente trabalho. Por exemplo, da definição desta natureza dependem a definição dos meios idôneos de coerção e cobrança da multa, os instrumentos processuais cabíveis, os fatores de correção aplicáveis e as instituições legitimadas para cobrá-las.

precisa ser analisado no exame da legalidade da autorregulação. A partir do reconhecimento deste caráter “não escrito” seria possível afirmar que dependendo da severidade da punição aplicada pela instituição privada autorreguladora, a sua penalidade se desdobrará em duas, uma pena institucional privada e formal e outra econômica, ou de “mercado”.

2.2.1.3.1 Destinação dos recursos das multas aplicadas por autorreguladores

Cabe verificar ainda se a destinação dos recursos recebidos pela BSM ou pela CETIP com a aplicação de multas está alinhada aos interesses públicos, tendo em vista que não foi possível identificar na pesquisa quais os instrumentos de atenção, controle e fiscalização por parte do Estado sobre como estes recursos são utilizados pelos autorreguladores,¹⁴¹ apesar de o parágrafo 2º do artigo 49 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, determinar que

Os recursos arrecadados com multas e termos de compromisso celebrados no âmbito da autorregulação devem ser revertidos, em sua totalidade, para as atividades previstas neste Capítulo [IV Autorregulação dos Mercados Organizados de Valores Mobiliários] ou para a indenização de terceiros prejudicados.

Segundo as informações no Boletim de Autorregulação disponibilizado pela BSM referente ao primeiro semestre de 2017¹⁴² (autorregulação mandatada), o valor arrecadado por esta instituição privada em decorrência do suposto descumprimento de regras estatais ou criadas pela autorregulação, seja pela aplicação de multas ou pelas parcelas pecuniárias dos termos de compromisso firmado foi de R\$9.811.675,01. Pela ANBIMA (autorregulação voluntária), segundo as informações públicas disponíveis na rede mundial de computadores¹⁴³, foi arrecadado em janeiro e fevereiro de 2015 o valor de R\$1.882.162,47 com a aplicação de multas. Segundo Pinto (2011, p. 273), a ANBIMA teria aplicado, entre

¹⁴¹ Por exemplo, os boletins de autorregulação disponibilizados pela BSM e os relatórios semestrais de Supervisão Baseada em Risco – SBR disponibilizados pela CVM em suas respectivas páginas na rede mundial de computadores não informam a destinação dos recursos captados com aplicação de penalidades e de assinatura de termos de compromisso pela autorregulação. Fonte: <http://www.bsm-autoregulacao.com.br/assets/file/relatorio-atividades/2017/Boletim-Autoregulacao-2017-1Semestre.pdf>; http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/planos/sbr/Resultados-do-Plano-Bienal-2015-2016.pdf. Data de acesso: 3 dez. 2017.

¹⁴² <http://www.bsm-autoregulacao.com.br/assets/file/relatorio-atividades/2017/Boletim-Autoregulacao-2017-1Semestre.pdf>. Data de acesso: 3 dez. 2017.

¹⁴³ Segundo a “Lâmina Bimestral – Supervisão de Mercados: Relatório do 2º Bimestre de 2015”. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/autorregulacao/supervisao/informes-deautorregulacao/Documents/MultasPenalidades2bi2015.pdf>. Data de Acesso: 29 jul. 2015. Não foi possível identificar na página da ANBIMA na rede mundial de computadores dados consolidados referentes aos anos de 2016 e 2017.

1998 e 2009, “mais de 1.000 multas, 6.000 cartas de advertência, e instaurou mais de 50 processos contra instituições financeiras”.

Também merece atenção a possibilidade da CVM, órgão regulador estatal, reduzir ou deixar de aplicar, ela mesma, multas às instituições participantes dos mercados financeiro e de capitais que tenham sido investigadas e punidas por instituições autorreguladoras de mercados organizados de bolsa e de balcão de valores mobiliários (a BSM e o DAR da CETIP, ambas da B3, após a incorporação da CETIP pela BM&FBOVESPA em 2017), conforme previsto nos parágrafos 4º, 5º e 6º do artigo 49 da Instrução CVM nº 461/2007:

Art. 49. A violação das normas cuja fiscalização incumba ao Departamento de Autorregulação sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.

(...)

§4º O investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da , seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.

§5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da autorregulação.

§6º Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da autorregulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela autorregulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza.

Isso porque a possibilidade da redução da multa a ser aplicada pela CVM, mesmo com o intuito de evitar potencial punição em duplicidade (ou seja, evitar um *bis in idem*), poderia caracterizar uma injustificada renúncia fiscal do Estado em benefício de um particular. Pois se por um lado, as multas aplicadas pela CVM devem ser pagas por meio de Guia de Recolhimento da União – GRU, cujos recursos são destinados para as finalidades públicas que as disponibilidades de caixa da União Federal estão sujeitas e são passíveis de fiscalização pelo Tribunal de Contas da União; por outro, as multas aplicadas pela BSM são pagas por meio de depósito bancário ou Transferência Eletrônica Disponível – TED feito para conta-corrente bancária em benefício da própria entidade autorreguladora.

Ver, por exemplo, o disposto no Termo de Encerramento do Processo Administrativo Nº 05/09 da BSM:

Desse modo, considerando que (i) a **Corretora, em 25/3/2010, efetuou o pagamento de R\$ 100.000,00, por meio de TED** à fl. 140, em 5/7/210, apresentou parecer de auditoria independente, juntado às fls. 141 a 160, complementado em 6/8/2010, conforme fls. 168 a 176, comprovando a adoção de aperfeiçoamentos eficazes em seus controles internos, de modo a evitar a repetição das ocorrências objeto do referido processo, e que (ii) o Sr. Mauro, em 23/3/2010, **efetuou o pagamento de R\$ 30.000,00, por meio de TED** à fl. 135, tendo ambos cumprido

integralmente as obrigações assumidas nos respectivos Termos de Compromisso, determino o arquivamento do processo administrativo em referência.¹⁴⁴ (Grifou-se)

Algumas questões jurídicas não triviais emergem da análise conjunta dos parágrafos 4º, 5º e 6º do artigo 49 da Instrução CVM nº 461/2007 e dos valores arrecadados pelas instituições privadas autorreguladoras. Tais como se seria juridicamente possível que (i) o Estado deixe de aplicar penalidades (exercício de poder de polícia, atos administrativos vinculados) pela suposta “atuação” prévia de agentes privados ou (ii) pessoas jurídicas de direito privado auferam receitas por meio da prática de atos ilegais ou irregulares cometidos por outros particulares. Diante do sistema jurídico atualmente vigente no Brasil, a resposta a estas perguntas seria negativa. Basta pensar, por exemplo, num hipotético caso em que um agente de trânsito *deixa* de aplicar uma multa de trânsito porque outro motorista viu a suposta infração antes da chegada do guarda de trânsito e *cobrou* a multa, de mão própria e para seu próprio patrimônio.

Caso sejam eventualmente sanadas as questões de fundo quanto à juridicidade da aplicação de multas pelas instituições autorreguladoras privadas, deverão ser tratadas outras questões mais sutis. Por exemplo, como se daria a adoção de um sistema de monitoração estatal, pelo órgão regulador setorial, pela autoridade concorrencial ou pelo tribunal de contas, capaz de identificar como estes recursos são arrecadados e, principalmente, para onde, o que e quem são destinados. Do contrário, em nome de se evitar uma dupla penalização ao administrado (*bis in idem*), poder-se-ia estar diante de um caso de (i) renúncia administrativa à receita pública não tributária decorrente do uso da coerção e do exercício da soberania estatal (*potestades*) em benefício de particulares e em prejuízo do Erário (contribuindo para o desequilíbrio das contas públicas); ou (ii) utilização da regulação dos mercados financeiro e de capitais para cancelar a formação de cartéis de *enforcement* privado (*private enforcement cartels*) por meio da autorregulação.¹⁴⁵

2.2.1.3.2 Exequibilidade das multas aplicadas pela autorregulação

¹⁴⁴ Disponível para consulta no site BSM, no endereço http://www.bsmautorregulacao.com.br/InstDownload/TermoEncerramento_PAD052009.pdf. Data de acesso: 19 jul. 2015.

¹⁴⁵ Segundo Michael S. Greve e Fred L. Smith, Jr (1992), “*Environmental Politics: Public Costs, Private Rewards*”, cartéis de *enforcement* privado seriam formados por grupos de instituições privadas que se especializam em tomar medidas administrativas ou judiciais contra agentes de mercado atuantes em setores da economia com externalidades negativas visando obter vantagens pecuniárias privadas em nome da suposta defesa de interesses públicos.

Depois de discutida nos tópicos anteriores, a possível natureza jurídica das multas aplicadas pelas instituições autorreguladoras, será tratado neste ponto do trabalho a questão sobre a exequibilidade das multas e das decisões em geral tomadas pelas associações autorreguladoras. Assim, verifica-se que os atos das instituições autorreguladoras que materializem a aplicação de tais penalidades podem ser considerados como (a) meios de prova de obrigações cujo eventual descumprimento deverá ser verificado de forma casuística pelo poder judiciário; (b) títulos executivos extrajudiciais, como defende Gobbi (2012) sobre as penalidades aplicadas pela ANBIMA;¹⁴⁶ (c) tendo a mesma carga de autoridade e juridicidade atribuída às sentenças arbitrais; ou (d) tendo autoexecutoriedade, tal como acontece com as decisões tomadas pelo Estado regulador por meio da administração pública direta.

Na primeira possibilidade indicada no parágrafo anterior, que confere o menor peso e possibilidade de influência de um agente privado (o autorregulador) na esfera jurídica e patrimonial das sociedades empresárias e dos profissionais atingidos pelas regras e ações tomadas pelo agente privado autorregulador, as decisões tomadas pela autorregulação teriam, apenas, o caráter de servir como prova de que houve uma relação contratual, institucional ou comercial entre a entidade responsável pela autorregulação e a sociedade autorregulada. Devendo, portanto, a associação autorreguladora buscar o recurso ao Poder Judiciário, em uma ação de conhecimento,¹⁴⁷ se quiser exercer seu direito de buscar reparação (ou o recebimento do valor estipulado no seu estatuto, contrato ou termo de adesão ou em seus códigos internos como devido pelo autorregulado a título de multa). No último espectro do *continuum* progressivo de carga normativa e reconhecimento jurídico passível de ser atribuído às decisões da autorregulação, estaria à possibilidade de estas decisões virem a ser consideradas dotadas de autoexecutoriedade. Neste caso, as associações autorreguladoras poderiam exercer, com seus próprios meios e sem a necessidade de uma decisão judicial prévia, as suas prerrogativas punitivas contra os seus autorregulados. Um caminho alternativo

¹⁴⁶ Esta crítica decorre da ausência de menção clara pela autora à obrigatoriedade que os títulos executivos extrajudiciais têm de ser assinados pelo devedor e mais duas testemunhas (atual inciso III do artigo 784 do CPC). Pelo que se depreende do posicionamento adotado por esta autora as multas aplicadas pela ANBIMA seriam títulos executivos extrajudiciais independentemente deste critério, pois esta natureza jurídica decorreria do ato de adesão.

¹⁴⁷ Como exemplo da aplicabilidade deste posicionamento, ver os processos judiciais nº 1038898-03.2016.8.26.0100, em trâmite perante a 39ª Vara Cível da Comarca da Capital do Estado de São Paulo, e 1104179-71.2014.8.26.0100, em trâmite perante a 45ª Vara Cível da Comarca da Capital do Estado de São Paulo.

seria considerar a decisão da instituição autorreguladora que aplicou ou deixou de aplicar a penalidade como tendo os mesmos efeitos de uma sentença arbitral (inciso VII do artigo 515 do CPC). Se tornando uma decisão vinculante para seus destinatários (os autorregulados), sem possibilidade de recursos para a CVM e passível de fundamentar uma ação de execução por título executivo extrajudicial.

No sistema jurídico vigente, o que se mostra razoável é acolher a decisão da instituição autorreguladora como um meio de prova para a propositura de uma ação de conhecimento. Dado que as opções indicadas que conferem mais peso e “*grau de enforcement*” das penalidades aplicadas pelas instituições autorreguladoras dependeriam de prévia análise de sua constitucionalidade e, se for o caso, de lei em sentido estrito (princípio da reserva legal) para que pudessem ser juridicamente fundamentadas.

3 AUTORREGULAÇÃO COMO PODER

No capítulo anterior buscou-se analisar maneiras pelas quais a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais pode ser contraposta às formas legítimas de exercício de poder (autoridade). Tanto a potencial autoridade decorrente da relação entre a autorregulação e o Estado e o sistema jurídico quanto decorrente da relação entre a autorregulação e o mercado (*non-state market driven authority*). Em sentido oposto, no presente capítulo, se buscará analisar a relação entre a autorregulação e formas ilegítimas de exercício de poder. Tanto com o poder econômico quanto com o poder político.

Segundo a concepção de Lukes (2005[1974], p. 20), a análise tradicional do poder considera que o poder pode se manifestar de duas formas:

(a) segundo a definição comumente aceita, do poder é considerado como uma capacidade que um indivíduo tem de conseguir que terceiros atendam a sua vontade, independentemente da vontade própria daqueles que aquiesceram. Ou seja, nesta acepção mais básica o poder é a efetiva da sujeição de terceiros à vontade do detentor de poder;

(b) outra linha de análise identifica o poder não como a capacidade efetiva de obediência dos destinatários dos comandos emanados pelo titular do poder em um determinado tempo e espaço; mas como a mera possibilidade de o titular do poder vir a ser obedecido por terceiros. Ou seja, na primeira acepção, o poder deve se materializar e se exteriorizar para ser real e concreto. Ao passo que nesta segunda acepção, o poder será existente e concreto mesmo que não seja efetivamente exercido, mas meramente considerado como passível de ser utilizado (*latente*) pelos seus titulares e pelos seus destinatários (dominados).

Contudo, Lukes (2005[1974], p. 20) sugere que esta dicotomia tradicional é insuficiente para captar todas as manifestações possíveis do poder. Pois, para este autor, o poder teria uma “terceira face”, mais *perigosa*, no sentido de que permite um maior, mais silencioso, duradouro e perene estado de dominação e manutenção do *status quo*: o poder

pode se manter invisível ou pode se fazer sentir por meios subliminares muito relacionados ao estabelecimento de ideologias hegemônicas, cultura, hábitos e crenças.¹⁴⁸

Na primeira e segunda acepções citadas, é possível perceber que o poder para existir e ser exercido, conforme a corrente que se adote, precisará necessariamente de uma manifestação expressa e mais ou menos intensiva. Ou seja, o poder deve ser exercido ou ter seu uso ameaçado direta e especificamente pelo dominador contra os dominados. Porém, no caso da terceira manifestação do poder proposta por Lukes (2005[1974]), o poder estaria presente de uma forma difusa na sociedade em geral e, de forma específica, em determinados segmentos dominados.

Para este autor a terceira forma identificada de manifestação do poder na sociedade seria mais letal porque está presente nas vidas das pessoas dominadas. Assim, propõe este autor que o poder não é percebido. Dado que se manifesta por meio de uma série de crenças e práticas adotadas pelos dominados de maneira recorrente e inconsciente.

Uma vez feita esta breve introdução sobre o conceito de poder e suas formas de manifestação, é possível identificar a relação entre o poder (econômico, social e político) e a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro. Pondera-se neste sentido porque a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, por mais alinhada que eventualmente esteja dos interesses públicos ou por mais que importe em uma situação de *enlightened self interest*, depende, necessariamente, de um nível de dominação (econômica, relacional, social, tradicional etc.) entre dominadores (autorreguladores) e dominados (autorregulados) para que possa ser implantada de forma eficaz e duradoura. Isso porque as relações estabelecidas (i) entre os próprios membros da instituição autorreguladora; (ii) entre os membros da instituição autorreguladora, de um lado, e a própria instituição autorreguladora, de outro; (iii) entre a instituição autorreguladora (no exercício de seu poder disciplinar) e os destinatários de suas regras e penalidades; e (iv) principalmente, entre a instituição autorreguladora e os demais participantes do mercado autorregulado se baseiam em poder (em quaisquer que sejam as suas manifestações, econômico, social, tradicional etc.), mas não em uma concepção de autoridade jurídica e politicamente legítima (porque

¹⁴⁸ Por exemplo, segundo Lukes (2005[1974], p. 8), os assalariados, dominados em regimes capitalistas, aquiescem implicitamente ao poder por meio da crença na possibilidade de que poderiam ascender social e economicamente por meio do trabalho.

estabelecida pelo Estado, o agente social que detém o monopólio do uso da força, da produção do direito e da coação).

No âmbito das relações entre particulares estabelecidas na autorregulação todas as vontades estão, *ab ovo*, em igualdade de condições. Pois todos(as) teriam a mesma quantidade e qualidade de autonomia jurídica de ação para exercê-la e manifestá-la. Contudo, é o poder (econômico, social, político, tradicional, carismático, racional, técnico etc.) que desequilibra estas relações, em tese, jurídica e funcionalmente iguais, para torná-las desiguais a ponto de se estabelecer uma relação de sujeição (potencial ou efetiva) de uma pessoa (o dominado, o autorregulado) à outra (o titular do poder, o autorregulador).

O reconhecimento do papel desempenhado pelo poder no desequilíbrio de relações entre partes juridicamente iguais é o que fundamenta a crítica relativa à passividade com que os poderes privados estabelecidos no âmbito da autorregulação dos mercados financeiros e de capitais vêm sendo acriticamente aceitos – como se fossem premissas irrefutáveis – pela produção acadêmica recentemente produzida no campo do direito sobre a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais. Por todos, ver Dias (2005), (Gobbi, 2012), (Ferraz, 2010, 2012), (Brenneke, 2016) (Donnagio, 2016) (Trindade; Santos, 2009) (Zanotta, 2005).

Sendo assim, o presente capítulo buscará oferecer uma leitura da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais visando identificar como o poder econômico e político se manifesta nas relações econômicas, políticas e jurídicas que se estabelecem no âmbito da autorregulação.

3.1 Poder econômico

Segundo Kaplow (2017, p. 1392), na definição tradicional, o poder econômico (*market power*) pode ser entendido como a capacidade de um agente de mercado, ou de um grupo de agentes de mercado, de aumentar o preço de determinado produto para além do que poderia ser cobrado em situação de concorrência (ou seja, na ausência deste poder). Deve-se ressaltar,

ainda, que, além de aumentar o preço, o detentor de poder econômico também pode reduzir as quantidades ofertadas no mercado¹⁴⁹ (o *mercado relevante*).

Como expressão do poder econômico, a autorregulação poderia vir a ser utilizada como uma forma de abuso deste poder caso viesse a ser utilizada como (i) um mecanismo de estabelecimento direto de preços por parte dos agentes de mercado participantes da autorregulação (autorregulação como uma forma de cartel); ou (ii) uma forma de influenciar indiretamente o preço dos produtos e serviços oferecidos no mercado autorregulado (aumento dos custos dos rivais, produção de efeitos horizontais no mercado autorregulado); ou (iii) conforme o caso, uma forma de influenciar indiretamente o preço dos produtos e serviços ofertados pelos agentes participantes dos mercados satélites, a montante ou a jusante do mercado autorregulado afetados pelas regras autorregulatórias (produção de efeitos verticais no mercado autorregulado).

A autorregulação poderia funcionar nos sentidos indicados, por exemplo, por meio da criação de regras autorregulatórias que dificultassem ou impedissem o ingresso de novos concorrentes no mercado autorregulado (criação de barreiras à entrada), que contribuíssem para aumentar os preços dos produtos ou serviços oferecidos pelos próprios autorreguladores a ponto de aumentar arbitrariamente os lucros dos agentes de mercado controladores da instituição autorreguladora (aumento arbitrário de lucros), ou que aumentassem os custos dos seus concorrentes (*raising the rival costs*).

Nestes casos, a autorregulação poderia ser utilizada, por exemplo, para o cometimento dos ilícitos previstos na alínea “c)” do inciso I e nos incisos II, III, IV, V, VIII, X, XI, XII, XVII e XIX do parágrafo 3º artigo 36 da Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. Neste sentido, ver:

¹⁴⁹ O artigo 36 da Lei 12.529, de 30 de novembro de 2011, estabelece que: “Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: I – limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; II – dominar mercado relevante de bens ou serviços; III – aumentar arbitrariamente os lucros; e IV – exercer de forma abusiva posição dominante. § 1º A conquista de mercado resultante de processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores não caracteriza o ilícito previsto no inciso II do caput deste artigo. § 2º Presume-se posição dominante sempre que uma empresa ou grupo de empresas for capaz de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado ou quando controlar 20% (vinte por cento) ou mais do mercado relevante, podendo este percentual ser alterado pelo Cade para setores específicos da economia”.

Art. 36. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados:

(...)

§ 3º As seguintes condutas, além de outras, na medida em que configurem hipótese prevista no caput deste artigo e seus incisos, caracterizam infração da ordem econômica:

I – acordar, combinar, manipular ou ajustar com concorrente, sob qualquer forma:

(...)

c) a divisão de partes ou segmentos de um mercado atual ou potencial de bens ou serviços, mediante, dentre outros, a distribuição de clientes, fornecedores, regiões ou períodos;

II – promover, obter ou influenciar a adoção de conduta comercial uniforme ou concertada entre concorrentes;

III – limitar ou impedir o acesso de novas empresas ao mercado;

IV – criar dificuldades à constituição, ao funcionamento ou ao desenvolvimento de empresa concorrente ou de fornecedor, adquirente ou financiador de bens ou serviços;

V – impedir o acesso de concorrente às fontes de insumo, matérias-primas, equipamentos ou tecnologia, bem como aos canais de distribuição;

(...)

VIII – regular mercados de bens ou serviços, estabelecendo acordos para limitar ou controlar a pesquisa e o desenvolvimento tecnológico, a produção de bens ou prestação de serviços, ou para dificultar investimentos destinados à produção de bens ou serviços ou à sua distribuição;

(...)

X – discriminar adquirentes ou fornecedores de bens ou serviços por meio da fixação diferenciada de preços, ou de condições operacionais de venda ou prestação de serviços;

XI – recusar a venda de bens ou a prestação de serviços, dentro das condições de pagamento normais aos usos e costumes comerciais;

XII – dificultar ou romper a continuidade ou desenvolvimento de relações comerciais de prazo indeterminado em razão de recusa da outra parte em submeter-se a cláusulas e condições comerciais injustificáveis ou anticoncorrenciais;

(...)

XVII – cessar parcial ou totalmente as atividades da empresa sem justa causa comprovada;

(...)

XIX – exercer ou explorar abusivamente direitos de propriedade industrial, intelectual, tecnologia ou marca. (Sublinhou-se)

A análise detalhada de cada um dos incisos acima diante de todas as manifestações e ramificações da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro extrapola os limites do presente trabalho. Contudo, considera-se que esta é uma agenda de pesquisa ainda a ser explorada na academia jurídica brasileira considerando, principalmente, os principais instrumentos utilizados pelos autorreguladores dos mercados financeiro e de capitais no Brasil. Como exemplo, vale citar:

- (i) o controle do acesso de determinadas pessoas naturais ao exercício de profissões (casos da CGA, pela ANBIMA, e do credenciamento de agentes autônomos de investimento, pela ANCORD, citados anteriormente) e de pessoas jurídicas ao

exercício de atividades empresariais por meio de “certificações” e “selos de qualidade” (caso do Selo ANBIMA, PQO da B3);

(ii) o controle do acesso à tecnologia e sistemas necessários para a participação nos mercados organizados de bolsa de valores e de balcão organizado de valores mobiliários (*essential facility*);

(iii) a proibição de que as instituições autorreguladas contratem com terceiros que não sigam as regras da autorregulação (caso do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento, citado anteriormente); e

(iv) pela utilização de regras autorregulatórias para definir padrões e melhores práticas técnicas ou “éticas” especificamente para excluir determinados profissionais ou agentes de mercado dos setores autorregulados.

O breve elenco de possibilidades indicados relembra como os potenciais conflitos de interesse inerentes à autorregulação mencionados no Capítulo 1 do presente trabalho podem se manifestar em mercados onde alguns agentes de mercado “autorregulam” outros e, mais importante, como tais situações poderiam ser interpretadas em conformidade com a ordem jurídica brasileira. Nos termos do parágrafo 4º do artigo 173 da CF/88 e do artigo 1º da Lei 12.529/11.

3.1.1 Monopólio de autorregulação nos mercados organizados de valores mobiliários

Em relação à posição ocupada pelas instituições administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, títulos e ativos financeiros no Brasil, é importante ressaltar que estas instituições geralmente são tratadas um caso de monopólio natural e não de monopólio legal (Oxera, 2012, p. 9).

Uma importante distinção que precisa ser feita em relação à análise concorrencial da estrutura de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro é de que, a rigor, o mercado de administração de mercados organizados de valores mobiliários (seja o mercado de bolsa de valores ou de balcão, atualmente um monopólio de fato exercido pela B3) não se trata de um monopólio natural ou legal ou no Brasil.

Como fundamento da primeira afirmação, basta observar a estrutura do mercado de bolsa de valores de outros países, como, por exemplo, os Estados Unidos, onde existem várias bolsas de valores em operação naquele país.¹⁵⁰ Em relação ao segundo ponto indicado de que no Brasil o mercado de administração de mercados organizados não é um monopólio legal está no fato de que não existe aqui nenhuma lei, em sentido estrito (o que seria necessário para que se tivesse um monopólio legal), ou ato normativo administrativo determinando que exista apenas um mercado organizado de bolsas de valores ou de balcão organizado no Brasil.

Vale citar, inclusive, que, conforme Levy (1977) e Barcellos (2010), ao longo do século XX o Brasil (que, no passado, já teve mais de 20 bolsas de valores em atuação) teve paulatinamente reduzida a quantidade de bolsas de valores mobiliários em funcionamento. Vale ressaltar que esta passagem de várias bolsas em operação para apenas uma bolsa de valores e um mercado organizado de títulos privados foi o resultado de um projeto deliberado gestado dentro da Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3) para consolidar todas as operações de bolsa do país para que ela pudesse se robustecer e competir internacionalmente. Assim, foram realizadas negociações e operações societárias nas décadas de 1990 e 2000 entre a então Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3) e as demais bolsas de valores existentes no Brasil. Neste sentido, ver a seguir os esclarecimentos de Gilberto Mifano¹⁵¹ em entrevista a Marta Barcellos (2010, p. 184):

Como foi o processo de integração das bolsas de valores?

A Bovespa já representava 93% do mercado brasileiro, a Bolsa do Rio detinha 5% e as demais ficavam com o restante. Achávamos que, para poder competir em um mundo cada vez mais globalizado, não deveríamos desperdiçar esforços competindo internamente. Era improdutivo, os corretores paulistas teriam que ceder um pouco. Foi um complicado processo de convencimento. Até porque, além de convencer os corretores daqui, tínhamos que encontrar uma saída honrosa para as demais bolsas. A solução foi que elas não deixariam de existir, mas seriam integradas ao mercado único, na Bovespa, que começou a ser chamada de Bolsa do Brasil.¹⁵² Para tanto,

¹⁵⁰ New York Stock Exchange (NYSE), National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (Nasdaq), American Stock Exchange (AMEX), Boston Stock Exchange (BSE), Options Exchange (BOX), Chicago Board Options Exchange (CBOE), Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago Stock Exchange (CHX), International Securities Exchange (ISE), Miami Stock Exchange (MS4X), National Stock Exchange (NSX), Philadelphia Stock Exchange (PHLX). Fonte: <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/security-market-usa.asp#ixzz4z4aXCvaj>. Data de acesso: 21 nov. 2017.

¹⁵¹ Foi o superintendente-geral da Bovespa de 1994 a 2007 responsável por conduzir o processo de fusão das bolsas de valores do Brasil, foi diretor-geral da CBLC e presidente do Conselho de Administração da BM&FBovespa e foi presidente do IBGC. Fonte: <https://endeavor.org.br/autor/gilberto-mifano/>. Data de acesso 26 nov. 2017.

¹⁵² Uma análise do discurso de *marketing* e publicitário da BOVESPA foge ao escopo do presente trabalho, contudo, parece ser interessante observar que a BOVESPA começa a adotar um *slogan* que busca vincular a

foi feito o desdobramento do título Bovespa em 12 partes, e permitimos que corretores de outras bolsas entrassem na Bovespa comprando essas frações. No entanto, quem venderia esses títulos seriam os corretores de São Paulo. Ou seja, agradamos aos dois lados: permitimos que os de fora entrassem na Bovespa ao mesmo tempo que os corretores daqui lucravam vendendo títulos. Eles venderam metade dos seus títulos porque eram obrigados a ficar com, no mínimo, 6 dos 12 títulos. Os corretores de fora de São Paulo passaram a operar na Bovespa e ainda mantivemos a possibilidade de as outras bolsas subsistirem como um franchising da Bovespa, dividindo com ela parte das nossas receitas.

Mas as outras bolsas não continuaram funcionando...

Bolsas como a de Rio Grande do Sul, Paraná, Ceará e Pernambuco perceberam que não tinham por que existir e decidiram fechar. Apoiamos esse fechamento delas e compramos todos os ativos, para que elas encerrassem suas operações. Compramos somente os títulos da Bolsa de Santos e, com o dinheiro, os corretores santistas compraram títulos da Bovespa. As bolsas de Minas e da Bahia ainda permaneceram como entidades políticas, associações de corretores de cada um dessas praças. O processo de integração das nove bolsas foi considerado muito engenhoso por outros países, especialmente aqui da América Latina, onde até fomos copiados.

E quanto à Bolsa do Rio, mais antiga que a de São Paulo?

No caso da Bolsa do Rio, o modelo foi um pouco diferente. Compramos boa parte dos seus ativos por meio da aquisição da Câmara de Liquidação e Custódia S.A. (CLC), uma subsidiária integral da bolsa carioca. A CBLC ficou com a CLC, pagando R\$ 60 milhões na época. Esse dinheiro foi pago em títulos da Bovespa, que, por sua vez, a CBLC tinha comprado dos corretores paulistas. Os corretores cariocas se tornaram membros da Bovespa. As assembleias para a aprovação de tudo isso foram complicadas. Havia muita desconfiança, mas, ao final, tudo caminhou muito bem. (Negritos e itálicos no original, destaque no texto adicionado)

A série de operações societárias e negociações citadas importam para o presente trabalho porque consolidou um grupo empresarial e societário único de agentes dos mercados financeiro e de capitais com poder de decisão sobre os rumos que a autorregulação deve levar. Isso porque se a lei 6.385/76 estabelece que as bolsas de valores são os “órgãos auxiliares” da CVM e, segundo uma leitura amplamente aceita desta expressão, estas bolsas teriam “base legal” para autorregular o mercado de valores mobiliários, a existência de apenas uma bolsa implica necessariamente existência de um único autorregulador.

sua imagem corporativa ao Brasil, estado-Nação, justamente no momento em que inicia a sua estratégia de se tornar a única bolsa de valores em atuação no país. O que parece reforçar a existência de uma zona indiscernível entre o público e o privado na administração (e, conseqüentemente, na autorregulação) de um mercado organizado de valores mobiliários. Em 2017, após a incorporação da CETIP pela BM&FBOVESPA, o nome do país passa a integrar a própria denominação social da sociedade anônima aberta resultante da reestruturação societária: B3 SA. – Brasil, Bolsa, Balcão. Naturalmente, não se exclui aqui a possibilidade de consolidação de uma única bolsa de valores, mercadorias e futuros e, posteriormente, de uma única instituição administradora de mercados organizados de bolsa e de balcão de valores mobiliários e títulos privados ter recebido, inclusive, o apoio estatal (seja por meio do órgão regulador setorial ou por outros órgãos políticos ou tecnocráticos). A estratégia de criação de grandes grupos empresariais brasileiros sob o argumento de viabilizar a competição internacional foi, inclusive, adotada como política governamental em dado momento da história do Brasil, no que se convencionou chamar de “política dos campeões nacionais”.

Monopólio legal se caracteriza por ser uma área da economia ou da atividade econômica organizada que, a rigor, poderia ser desempenhada por vários agentes de mercado competindo entre si em um sistema de economia de mercado, porém, por um ato do Estado, seja por força da constituição, da lei ou de ato normativo infralegal, é concedida a prerrogativa exclusiva de explorar tal atividade ou setor a apenas um particular. Uma decisão eminentemente política, portanto. No caso do monopólio natural, a atividade em questão não pode ser prestada de forma eficiente e razoável por mais de um agente de mercado (por exemplo, como no caso dos mercados de transmissão de gás ou energia, típicos casos de *essential facilities*). Por isso, se conclui que a forma de estruturação deste mercado que apresenta a melhor eficiência alocativa de recursos é justamente com a ausência de concorrência.

Em relação aos mercados organizados de bolsa e de balcão de títulos e valores mobiliários, o que apresenta características de monopólio natural é o mercado de infraestrutura de mercado voltada para a atuação como central depositária¹⁵³ de valores mobiliários negociados. Logo, no mercado de infraestrutura eletrônica necessário para a pré e pós-negociação de valores mobiliários. O que foi identificado pelo Conselheiro Paulo Burnier da Silveira em seu Voto-Vogal¹⁵⁴ apresentado no julgamento do Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11, em que o CADE analisou a operação de incorporação da CETIP pela BM&FBOVESPA resultante na atual B3:

15. Isto porque, como visto, a nova empresa detém o monopólio dos serviços de central depositária no Brasil, que possui características de monopólio natural e de *essential facility*, elevando ainda mais seu poder de mercado. Assim sendo, eventuais novos players no mercado de bolsa e/ou balcão deverão, necessariamente, contratar as Requerentes – suas concorrentes nos ditos mercados de bolsa e/ou balcão – para a prestação de serviços no mercado de depositária central.

(...)

17. Segundo análise da [Superintendência Geral do CADE – SG, há claros elementos de monopólio natural no mercado de central depositária, o que explica a existência de apenas 1 (uma) única central depositária nos Estados Unidos, na Austrália e em alguns países europeus, como indicado no quadro.

18. No entanto, o mesmo não ocorre no mercado de clearing [câmara de compensação e liquidação de ordens eletrônicas], que comporta mais de um player a depender do modelo adotado em determinado país. Atualmente, o modelo brasileiro permite a existência de mais de uma clearing, sob regime de autorização do Banco

¹⁵³ Instituição responsável pela custódia eletrônica dos ativos financeiros e valores mobiliários negociados, da conciliação e controladoria das posições e das ordens de negociação recebidas e da liquidação física e financeira das operações realizadas nos respectivos mercados administrados e autorregulados.

¹⁵⁴ Fonte:

http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/documento_consulta_externa.php?lbua0keAX0Xd0Q1a17jCX Dw4edkfA8Ueosw6S9Tqc3nDmc6SW4ViMRppp4CtV8V9OGQB4QM6My1Pz15Yo4yzFQ, Data de acesso: 26 nov. 2017.

Central (BACEN), cujo mercado não possui os mesmos elementos de monopólio natural presentes no mercado de central depositária.

3.1.2 Funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários

Neste ponto de trabalho serão analisadas algumas características relacionadas com a forma de estruturação e funcionamento operacional dos mercados organizados de valores mobiliários brasileiros que são relevantes para a análise de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais do Brasil.

3.1.2.1 O mercado organizado de valores mobiliários é baseado em sistemas eletrônicos centralizados

Vale ressaltar que após o advento das novas tecnologias de informática e de redes de comunicação e negociação eletrônica, dos títulos eletrônicos e da internacionalização dos mercados de capitais desenvolvidos a partir dos anos 1980 do século XX, as bolsas de valores deixaram de ser meras instituições que disponibilizavam um local físico para a reunião de corretores para serem sociedades empresárias provedoras de infraestruturas de negociação (Pereira Filho, 2013). Assim, o que antes poderia ser exercido por associações civis sem fins lucrativos, passou a ser exercido por sociedades empresárias que podem se capitalizar e aumentar constantemente o seu volume de operações para fazer frente às necessidades de economias de escala exigidas para o exercício da atividade econômica organizada de *“provedora de infraestrutura para o mercado financeiro.”*¹⁵⁵

A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão é uma das maiores empresas provedoras de infraestrutura para o mercado financeiro do mundo em valor de mercado, oferecendo serviços de negociação (bolsa), pós-negociação (clearing), registro de operações de balcão e de financiamento de veículos e imóveis.

A B3 foi criada em março de 2017 a partir da combinação de atividades da BM&FBOVESPA, bolsa de valores, mercadorias e futuros, com a CETIP, empresa prestadora de serviços financeiros no mercado de balcão organizado. Essa combinação consolidou a atuação da Companhia como provedora de infraestrutura para o mercado financeiro, permitindo a ampliação do leque de serviços e produtos oferecidos aos seus clientes e a criação de eficiências para a Companhia e para o mercado.

Nos mercados de produtos listados em bolsa, a B3 desenvolve, implanta e provê sistemas e serviços de negociação e pós-negociação (compensação e liquidação) de ações, derivativos de ações, financeiros e de mercadorias, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, moedas à vista e commodities agropecuárias. Também

¹⁵⁵ Fonte: <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>. Data de acesso: 26 nov. 2017.

oferece o serviço de listagem e de depositária central para os ativos negociados em seus ambientes, bem como oferece os serviços de licenciamento de softwares e índices. Sua atuação nesses mercados requer investimentos constantes em infraestrutura tecnológica, controle e gerenciamento de riscos das operações, que assegurem o funcionamento dos mercados de maneira eficiente e segura.

Diante do aumento da quantidade e complexidade das operações atualmente desempenhadas pela instituição administradora de mercados organizados de bolsa e de balcão de valores mobiliários, seria o caso de se questionar a possibilidade de desvinculação da atuação como bolsa de valores das demais atividades econômicas exercidas pela instituição. Dado que é esta a função que garantiria legitimidade do exercício da autorregulação e das outras atividades econômicas exercidas em caráter de monopólio de fato pela atual única bolsa em atuação no Brasil.

No âmbito do presente trabalho se considera que esta mudança qualitativa na forma de oferecimento dos “serviços” de bolsa de valores mudou a atividade principal desempenhada pelas bolsas e demais instituições administradoras de mercados organizados de valores mobiliários.¹⁵⁶ Antes, a atividade principal, sem fins lucrativos, era apenas providenciar o local físico, ferramentas e pessoal necessário para que os próprios corretores exercessem suas atividades empresárias. Hoje, com um mercado de capitais brasileiro e internacional totalmente dependente de tecnologia e infraestrutura, as próprias bolsas exercem uma nova atividade econômica organizada, intensa em capital e com custos elevados: a prestação de serviços de infraestrutura de mercado e de negociação. E a função tradicional de disponibilizar um local para realização de negociações passou a ser um acessório dessa nova atividade principal¹⁵⁷. Como a autorregulação está intrinsecamente vinculada à atuação das bolsas de valores, em um contexto em que o exercício da autorregulação é um monopólio de fato exercido exclusivamente por um único grupo, é razoável supor que a autorregulação pode ser convertida em um instrumento para abuso de poder de econômico.¹⁵⁸ Pois as regras de

¹⁵⁶ Razão pela qual a legalidade das operações de desmutualização das Bovespa e BM&F no início dos anos 2000 pode ser defendida, haja vista que, em tese, haveria uma contradição no exercício da mesma “atividade” por uma associação sem e com fins lucrativos.

¹⁵⁷ Por exemplo, o local onde antes era realizado o pregão viva-voz do mercado de bolsa de valores organizado no passado pela Bovespa, hoje abriga um centro de visitação e o museu da B3. Fonte: <http://vemprabolsa.com.br/2016/03/18/gritaria-acabou-do-pregao-viva-voz-negociacao-eletronica/>. Data de acesso: 07 fev. 2018.

¹⁵⁸ Neste sentido, destaca-se que está em trâmite atualmente na Superintendência-Geral do CADE um Inquérito Administrativo (SEI nº 0245775), instaurado em 26 de setembro de 2016, para investigar indícios de que “BM&FBovespa (atual B3) estaria adotando estratégias para elevar consideravelmente as barreiras à entrada nos mercados onde atua para os potenciais novos concorrentes”.

autorregulação tratam sobre os direitos de acesso à uma infraestrutura tecnológica desenvolvida por um grupo privado específico.

3.1.2.2 Concentração regional

O mercado de capitais brasileiro apresenta uma grande concentração regional na região Sudeste do País. Especialmente no eixo Rio de Janeiro-São Paulo, dado que a única instituição administradora de mercados organizados de bolsa e de balcão de valores mobiliários (B3) está sediada em São Paulo. Tal fato pode representar uma dificuldade em aumentar a capilaridade do mercado de capitais para todas as demais regiões do país, para diferentes setores da economia que tem vantagens competitivas nas demais regiões, ou, ainda, para criar condições para que potenciais sociedades empresárias localizadas fora da região Sudeste acessem o mercado de capitais organizado, mesmo tendo nível de organização e de porte das atividades compatível com a negociação em tais mercados.

Um ponto que pode facilitar a maior abrangência do mercado de capitais para fora da região Sudeste do Brasil é o fato de que hoje, em sua maioria, as negociações com valores mobiliários são liquidadas, contratadas e operacionalizadas por meio de sistemas eletrônicos, que podem ser acessados de forma remota. Este fator (uso de sistemas eletrônicos), que, em tese, poderia contribuir para uma maior democratização do acesso ao mercado de capitais brasileiro, talvez sirva, de fato, como mais um meio de exercício de poder econômico e de concentração por uns (ou, após a incorporação da CETIP pela BMF&BOVESPA, apenas um) ou grupo econômico estabelecido em um estado ou região do Brasil em detrimento dos(as) demais, haja vista que pode elevar os custos e a infraestrutura tecnológica necessária para o ingresso e a permanência em mercados organizados de valores mobiliários e títulos privados.

Por exemplo, o centro de processamento de dados da única instituição administradora de mercados organizados de valores mobiliários está localizado na cidade de Santana do Parnaíba, à 42 quilômetros da capital do Estado de São Paulo. Portanto, segundo as informações disponíveis na página da B3 na internet, uma “localização estratégica [porque estaria] próximo à São Paulo, mas longe dos problemas dos grandes centros urbanos”.¹⁵⁹

¹⁵⁹ http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/negociacao/data-center/data-center/. Data de acesso: 07 fev. 2018.

Deste modo, pode-se questionar se a adoção de uma infraestrutura voltada para um mercado nacional, porém centralizada em um único estado, não imporá custos maiores à potenciais intermediários ou emissores de valores mobiliários interessados em participar do mercado organizado de bolsa e de balcão. Ressalta-se que apesar da negociação acontecer eletronicamente, a distância entre a infraestrutura de informática do intermediário participante do mercado organizado de bolsa de valores e os servidores da instituição administradora do mercado organizado para negociação eletrônica é um fator relevante de competitividade em um mercado de negociações cada vez mais aceleradas (processamento de ordens em microssegundos, *high frequency trading*) e que demanda uma grande quantidade de troca de mensagens eletrônicas para o lançamento de ordens e a conclusão de negociações eletrônicas de valores mobiliários. Neste sentido, a instituição administradora do mercado organizado de valores mobiliários e disponibilizadora da infraestrutura para negociação eletrônica de valores mobiliários no mercado de bolsa de valores no Brasil oferece, inclusive, a possibilidade de instalação dos equipamentos necessários para acesso pelo intermediário ao mercado de bolsa brasileiro dentro do próprio *datacenter* da organizadora do mercado:

5. LAN CO-LOCATION

5.1 DESCRIÇÃO DO MODO DE ACESSO

O modo de acesso Lan Co-location oferece à instituição o menor nível de latência¹⁶⁰ de infraestrutura de rede para negociação eletrônica na BM&FBOVESPA, pois seus equipamentos estão fisicamente instalados na mesma infraestrutura de rede (Lan) dos gateways de negociação.

Para esse modo de acesso, as seguintes condições devem ser cumpridas pela instituição:

- acessos em camada 3 (roteado, provendo isolamento lógico);
- conexões dualizadas, provendo alta disponibilidade;
- roteamento otimizado, para rápida convergência; e
- alto desempenho, com banda de 10 Gbps.¹⁶¹

A distância física entre a infraestrutura da instituição organizadora do mercado organizado para negociação eletrônica de valores mobiliários e os sistemas do intermediário necessários para o lançamento de ordens de negociação é um fator de competitividade no mercado de capitais relevante ao ponto de que, uma vez dentro do *datacenter* da bolsa de valores, existiria um rodízio de localização física dos racks para instalação dos servidores dos intermediários ali instalados e um controle na metragem dos cabos utilizados para a

¹⁶⁰ Latência é a medida de atraso no tempo necessário para o envio eletrônico de informações de um ponto A para um ponto B.

¹⁶¹ Página 27 do Manual de Acesso à Infraestrutura Tecnológica da BM&FBOVESPA, disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AA8D09758C221250159D21B7F36337A>. Data de acesso: 07 fev. 2018.

interligação dos equipamentos dos intermediários nos sistemas da bolsa de valores (NEVES, 2018).

Naturalmente, uma análise detalhada dos aparatos tecnológicos necessários para a negociação eletrônica de valores mobiliários em mercado de bolsa e de balcão fugiu ao escopo do presente trabalho. Porém, os apontamentos feitos acima parecem ser suficientes para demonstrar como o fato da negociação de valores mobiliários se dar eletronicamente talvez seja insuficiente para funcionar, sozinho, como um fator de democratização do acesso ao mercado organizado de valores mobiliários por emissores e intermediários localizados em outras regiões do Brasil.

3.1.2.3 A redução da franja competitiva do mercado de capitais

Uma das formas como a autorregulação do mercado de capitais poderia ser utilizada como um instrumento para abuso de poder econômico seria a sua utilização como mecanismo de competição não baseados em preço (*non-price competition*). Tal possibilidade é razoável especialmente quando se considera (i) que os mercados financeiro e de capitais brasileiros são muito próximos (ou seja, o mercado de capitais complementa e não concorre com o mercado financeiro, já que as próprias instituições financeiras atuam também no mercado de capitais); (ii) que o mercado financeiro brasileiro tem características de oligopólio, com poucas instituições dominando grandes segmentos do setor (Lima Junior, 2017, p. 50); e (iii) que nesta estrutura de mercado, os agentes participantes do mercado têm poucos incentivos para competir via redução de seus preços (*price war*, o que afetaria todo o segmento), mas sim via diferenciação entre os participantes e seus produtos e serviços oferecidos. Neste sentido, Dwivedi (2009, p. 385) esclarece que:

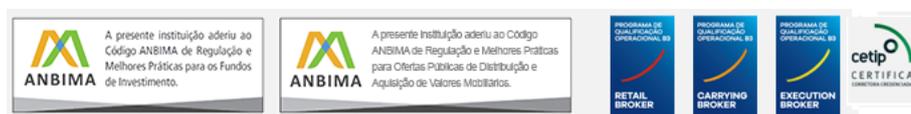
Natureza da concorrência não baseada em preço nos mercados oligopolizados

(...) os oligopolistas podem relutar em realizar uma guerra de preços entre eles e interferir na participação de mercado de cada um. Por conseguinte, existe uma ausência de concorrência de preços na estrutura de mercado oligopolista. A ausência de concorrência de preços não deve significar a ausência de concorrência entre as empresas oligopolistas. De fato, a competição entre as empresas oligopolistas assume diferentes formas de competição não baseada em preço (Negrito no original)¹⁶²

¹⁶² No original “*Nature of non-price competition in oligopoly markets (...) oligopolists may be reluctant to wage price war between themselves and encroach upon each other’s market share. There is therefore generally an absence of price competition in the oligopolistic market structure. The absence of price competition should not mean the absence of competition among oligopoly firms. In fact, the competition among oligopoly firms takes different forms of non-price competition.*”

Assim, ao estabelecer e seguir os parâmetros necessários para ostentar “selos” (como o Selo ANBIMA), adotar “princípios” (como o Código AMEC de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais STEWARDSHIP) ou seguir “parâmetros” de atuação (como o PQO da B3), as instituições atuantes do mercado de capitais estariam buscando demonstrar para o “mercado” e para seus potenciais clientes e consumidores que atendem as “boas”, “melhores” ou “éticas” práticas de mercado em contraposição aos seus competidores que não ostentam essas qualificações.

Figura 5 – Exemplos de certificações privadas



A utilização deste tipo de selo ou certificação como uma forma de competição não baseada em preço não é um problema em si mesmo. Pelo contrário, pode ser algo desejável na medida em que seja voluntário, aprimore a qualidade dos produtos ou serviços oferecidos e reduza o risco do setor econômico como um todo. Porém, quando tais selos e certificações são desenvolvidos e implantados pelos próprios competidores (se organizando por meio de associações ou não) e para os seus competidores é difícil separar a atuação privada alinhada com interesses públicos (*enlightened self-interest*) da criação de óbices para os concorrentes dos autorreguladores (criação de barreiras à entrada). Especialmente, se considerado que as associações autorreguladoras do mercado de capitais brasileiro atual são controladas por agentes de mercado integrantes de conglomerados financeiros e societários com maior poder econômico, *market share* e, principalmente, com maior controle do acesso aos canais de distribuição dos títulos, ativos financeiros e valores mobiliários.

Assim, estas certificações poderiam ser instrumentos utilizados na competição entre oligopolistas (*non-price competition*) e para dificultar o ingresso e/ou o crescimento de novos participantes nos mercados autorregulados (redução da franja competitiva). Um exemplo de possível tentativa de controle da franja competitiva do mercado de capitais brasileiro por meio da autorregulação poderia ser o caso da restrição de contratação de prestadores de serviço não aderentes ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento

da ANBIMA, tratado no item 2.2.1.1.4 acima. Assim, gestores de recursos, distribuidores, consultores de valores mobiliários e demais instituições independentes¹⁶³ atuantes no mercado de capitais que visem concorrer com as instituições financeiras aderentes à ANBIMA teriam muita dificuldade em existir e funcionar sem arcar com os custos e com os ônus adicionais para atender aos requisitos impostos pela autorregulação.

Talvez a dificuldade dos trabalhos acadêmicos sobre autorregulação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil em pensar a autorregulação como uma ferramenta de competição entre agentes de mercado decorra da natureza jurídica destas pessoas jurídicas, que, em sua maioria, são “associações civis sem fins lucrativos”. Isso porque, a rigor, tais instituições não seriam elas próprias “agentes de mercado”, dado que não exerceriam atividades econômicas organizadas. Porém, pode-se transpor esta barreira analisando casos da experiência da defesa da concorrência no Brasil onde associações civis sem fins lucrativos, como sindicatos ou associações representativas de interesses de empresários, foram envolvidas em práticas anticoncorrenciais em benefício de seus membros.

Neste sentido, citam-se, como exemplos, os casos do suposto cartel coordenado pelo Sindicato dos Revendedores de Combustível do Estado do Maranhão – SINDICOMB-MA, que foi recentemente condenado pelo CADE por esta prática¹⁶⁴ e o caso da suposta litigância de má-fé ou abuso do direito de petição (*sham litigation*) realizado pelo Instituto de Aço Brasil – IABr. Neste segundo caso, a Associação Brasileira das Empresas Importadoras e Fabricantes de Aço – ABRIFA formulou uma representação perante o CADE alegando que o IABr ingressava com ações judiciais para impedir a importação de vergalhões de aço por algumas sociedades empresárias concorrentes daquelas representadas pelo IABr.¹⁶⁵ Outros exemplos seriam a possibilidade de formação de cartéis e controle de preços por associações

¹⁶³ Assim entendida uma sociedade empresária não vinculada a nenhum conglomerado financeiro atuante no mercado financeiro propriamente dito ou no mercado de capitais.

¹⁶⁴ Este cartel, que teria envolvido 70% do mercado de postos de gasolina de São Luís do Maranhão, foi tratado pelo CADE no âmbito do Processo Administrativo 08700.002821/2014-09, decidido pelo CADE em 13 de junho de 2017. Disponível em: http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/processo_exibir.php?u0r2HDE7WIdiBH3O1y0Dr6krqmN-VVCNjJtZWrdX1mhsBX5ct7hugFVmlCuQPIrjyGTEkqC9vIhTwZfggYZaA. Data de acesso: 26 nov. 2017.

¹⁶⁵ Este caso foi tratado pelo CADE no âmbito do PA 08012.001594/2011-18, que foi encerrado com a celebração de Termo de Compromisso de Cessação – TCC pelo qual o IABr se comprometeu a desistir de todas as ações judiciais em curso e a pagar uma contribuição pecuniária de R\$ 271,3 mil reais para o Fundo de Direitos Difusos – FDD. Disponível em: http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/processo_exibir.php?NJILMKAUD29j6X1yj2GO_P27TZb287t6FyKxmleAun0twdZ1rlto4z6iOgxWOANw63QC_9aPc9V01PVadynq0g. Data de acesso: 26 nov. 2017.

de médicos atuantes nos mercados de serviços médico-hospitalares e de saúde suplementar¹⁶⁶ e a atuação do Escritório de Central de Arrecadação e Distribuição – ECAD¹⁶⁷ na cobrança de taxas referentes à execução pública de músicas protegidas por direitos autorais.

3.1.2.4 Autorregulação *versus* formas de atuação concertada de instituições financeiras

Um dos pontos que também precisa ser abordado para a correta compreensão e análise da autorregulação do mercado de capitais é compreender que a autorregulação não ocorre no “vazio”, em um espaço vazio, ou em instituições constituídas com propósitos altruístas que são (ou deveriam ser) dotadas exclusivamente de um espírito público e republicano de zelar pelos interesses da coletividade. Pelo contrário, a autorregulação do mercado de capitais é exercida por instituições intrínseca e umbilicalmente ligadas aos interesses privados individuais (aumento de lucros), ou corporatistas (representação setorial, *lobby*). Ou seja, não somente vê-se a existência de potenciais conflitos de interesses entre a autorregulação e as atividades empresariais dos autorreguladores, mas entre a autorregulação e os demais interesses da corporação.

A expressão interesses privados deve ser entendida aqui um conjunto de instituições e interesses de grupos organizados, de uma, ou de algumas instituições específicas ou, ainda, de pessoas naturais ou jurídicas específicas. Todos atuando ora em conjunto, ora em contraposição e, em alguns casos, em alinhamento natural com algum interesse público específico ou objetivo de política pública (*enlightened self interest*). Exemplos deste tipo de alinhamento podem ser extraídos da área ambiental, onde a redução da poluição causada pelas atividades desenvolvidas por uma determinada empresa, por um lado, aumenta o valor da

¹⁶⁶ Este caso foi tratado pelo CADE no âmbito do PA 08012.002866/2011-99, que foi julgado pelo CADE em 15 de outubro de 2014 no sentido de condenar a Associação Médica Brasileira – AMB, e outras associações representativas de interesses dos médicos, a pagar multas que somam R\$ 638,5 mil reais (e nesta mesma data o CADE aplicou penalidade semelhante em mais 6 processos administrativos envolvendo associações representativas de interesses dos médicos). Disponível em: http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/processo_exibir.php?NJILMKAUD29j6X1yj2GO_P27TZb287t6FyKxmleAun2EexRGAHLR-C1Vs_ZUyqyRMqd8jcRHCKeW214kuVWFg. Data de acesso: 26 nov. 2017.

¹⁶⁷ Este caso foi tratado pelo CADE no âmbito do PA 08012.003745/2010-83, que foi julgado pelo CADE em 20 de março de 2013 no sentido de condenar o ECAD a pagar multa de R\$ 6,4 milhões de reais (e o total da multa aplicada pelo CADE neste caso para o ECAD e para as demais associações envolvidas foi de R\$38 milhões). Disponível em: http://sei.cade.gov.br/sei/institucional/pesquisa/processo_exibir.php?g3XpuoWYp-7HVPth0qfy4BTnTQGB-1fZe5x7Wj6r2vv8SHVZxpusA4ebdLlo4qh7jDqfSF_LQWNDJQDI8OguGQ. Data de acesso: 26 nov. 2017.

marca, o valor de mercado e a rentabilidade da sociedade; e, por outro, também reduz as externalidades negativas causadas pelo desempenho daquela mesma atividade. Assim, tanto a sociedade empresária (bem como os seus sócios e diretores) vê atendida seus interesses privados quanto a sociedade vê atendida seu interesse difuso de acesso a um meio ambiente menos poluído.

Por outro lado, a autorregulação costuma ser, frequentemente, analisada de forma acrítica – (Dias, 2005) (Zanotta, 2005) (Donaggio, 2016) (Gobbi, 2012) (Trindade e Santos, 2009) (Ferraz, 2010; 2012) (Brenneke, 2016) – um exemplo deste tipo de alinhamento e acomodação “automática” entre interesses públicos e privados. Mas, é preciso que se identifique e questione como e se estes interesses de contrabalanceiam de fato. Como se dá esta interação e sopesamento entre os variegados interesses públicos e interesses privados envolvidos na autorregulação. Por isso seria necessário considerar a presença de um terceiro agente capaz de mediar a relação entre os interesses privados egoísticos e os interesses públicos. É neste sentido que a presença do Estado como arbitrador de interesses (*legal orchestrator*) é requerida pela doutrina que se ocupa das novas práticas e padrões de inter-relação entre o Estado e os particulares na conformação de políticas públicas (Lobel, 2004a) (Schapiro, 2010a) (Lima Junior, 2017).

É interessante notar que as instituições financeiras exercem suas atividades em um mercado financeiro concentrado e, ainda, detém forte capacidade de organização e representação de seus interesses corporatistas perante o poder público. Sendo, portanto, razoável questionar como, e se, estas instituições – que ocupam um papel privilegiado na economia de mercado e na sociedade e detém enorme poder de organização e de mobilização de seus interesses¹⁶⁸ – simplesmente deixariam de exercer estes poderes também, na autorregulação. Como se, com uma penada, as associações de instituições financeiras bancárias, e demais instituições privadas atuantes nos mercados financeiro e de capitais brasileiro, pudessem ser consideradas como “burocracias” paraestatais, independentes e imparciais. Logo, capazes de servir exclusivamente aos interesses públicos definidos pelo Estado ou por profissionais ou por instituições estranhas à sua corporação. Assim, o presente item busca apontar a aparente contradição entre, de um lado, a verificada atuação de bancos e

¹⁶⁸ Neste sentido, ver, por exemplo, a pluralidade de associações representativas de interesses de agentes de mercado dos mercados financeiro e de capitais, FEBRABAN, CNF, ANBIMA, ABBI, ABBC, ANCORD, APIMEC, PLANEJAR etc.

demais instituições participantes dos mercados financeiro e de capitais em defesa de seus interesses privados individuais ou corporativos e/ou contrária aos interesses públicos em diversas áreas (bureau de crédito, sistema Galgo, cartel do câmbio, recusa de contratar, criação de barreiras à entrada no mercado de infraestrutura de negociação de valores mobiliários, venda casada, reclamações etc.) e, de outro, o crescente beneplácito e confiança estatal e acadêmico que vem recebendo a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais. Sendo razoável questionar até que ponto é possível praticar atos anticoncorrenciais ou lesivos aos interesses públicos na atividade econômica principal e, ainda assim, autorregular conforme estes mesmos interesses públicos.

Uma possível crítica a ser feita às diversas análises realizadas no âmbito acadêmico jurídico sobre autorregulação é a tendência, atualmente quase “natural”, de considerar a autorregulação uma prática (ou atividade) natural e totalmente idônea e isenta, *per se*. Ou seja, a ausência de considerações sobre as premissas sobre as quais a adoção da autorregulação se assenta e a tendência a se considerar a autorregulação fora de um contexto em que a atividade ou função autorreguladora é exercida por instituições que podem vir a praticar infrações à ordem econômica e demais formas de violação de direitos difusos ou individuais de terceiros. Vale citar que instituições atuantes e/ou controladoras das associações autorreguladoras estão envolvidas em investigações sobre o possível cometimento de ilícitos administrativos e infrações à ordem econômica.¹⁶⁹

No âmbito do presente trabalho considera-se que, ter esta perspectiva em mente no momento da análise e reflexão sobre a autorregulação além de enriquecer o esforço analítico, é necessário para dar conta dos conflitos de interesses entre a autorregulação (e a titularidade dos poderes e prerrogativas de que gozam os profissionais e instituições responsáveis por sua criação e aplicação) e os demais interesses econômicos e financeiros privados. Tais conflitos podem atingir proporções dificilmente conciliáveis ou podem se configurar complexos demais

¹⁶⁹ Por exemplo, a BSM, associação civil sem fins lucrativos, que tem apenas dois associados, a B3 e o Banco BM&F, sociedades anônimas com fins lucrativos. Fonte: Página 3 da apresentação da BSM na audiência pública realizada na Câmara dos Deputados em outubro de 2015. Disponível em: http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/b-s-m/at_download/file. Data de acesso: 26 nov. 2017. Ademais, conforme informações divulgadas pela imprensa, o ex-presidente da B3 estaria sendo investigado por suposta complacência na apuração de uso indevido de informação privilegiada envolvendo as ações da OGX, uma companhia negociada no mercado de bolsa de valores. Fonte: <http://veja.abril.com.br/economia/mpf-investigara-presidente-da-bovespa-no-caso-de-venda-de-aco-es-da-ogx/> Data de acesso: 26 nov. 2017.

para que possam ser livremente “gerenciados” no âmbito da governança interna das instituições autorreguladoras (*chinese walls*). Devendo, por isso, existir alguma forma de mecanismo externo de controle (inclusive democrático) e supervisão das práticas adotadas pelas autorreguladoras no exercício de suas atividades e na fiscalização e adoção de instrumentos e processos de mitigação e gerenciamento de conflitos de interesses intrínsecos à autorregulação.

3.1.2.5 Conflitos de interesse entre a autorregulação e o auferimento de receitas

Como exemplo de potencial conflito de interesses entre a BSM, na autorregulação do mercado de bolsa de valores, e o auferimento de lucros pela BM&FBovespa, valem citar os casos apontados por ATS (2015) na administração do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP e de suposta leniência da instituição autorreguladora do mercado de bolsa de valores (BSM) na investigação de um caso de *insider trading* que depois veio a se mostrar ruidoso: o caso OGX. Segundo esta instituição, a B3 (então BM&FBovespa) teria arrecadado aproximadamente R\$ 30 milhões de reais por ano em decorrência da negociação das ações emitidas pela OGX e, por isso, teria sido leniente com a apuração das irregularidades.

Segundo a ATS (2015, p. 7):

- A entidade administradora (bolsa) é responsável por **intervir em negociações que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares**. No entanto, pode haver conflito de interesses da bolsa quando tais negociações suspeitas referem-se a **ações de emissores que geram parcela relevante das suas receitas**. Tal conflito poderia, inclusive, influenciar a entidade de autorregulação no julgamento e punição de tais condutas.
- **EVIDÊNCIA DO CONFLITO**: ações ajuizadas na justiça e na CVM alegam que ao longo dos anos de 2012 e 2013, **o ex-controlador da OGX, Eike Baptista, vendeu sucessivamente grandes volumes de ações** de sua companhia em **datas anteriores a importantes anúncios** que fizeram os **preços do papel despencar**. Negociações com esse papel geraram receitas da ordem de R\$30MM/ano para a administradora de mercado em 2012/13.

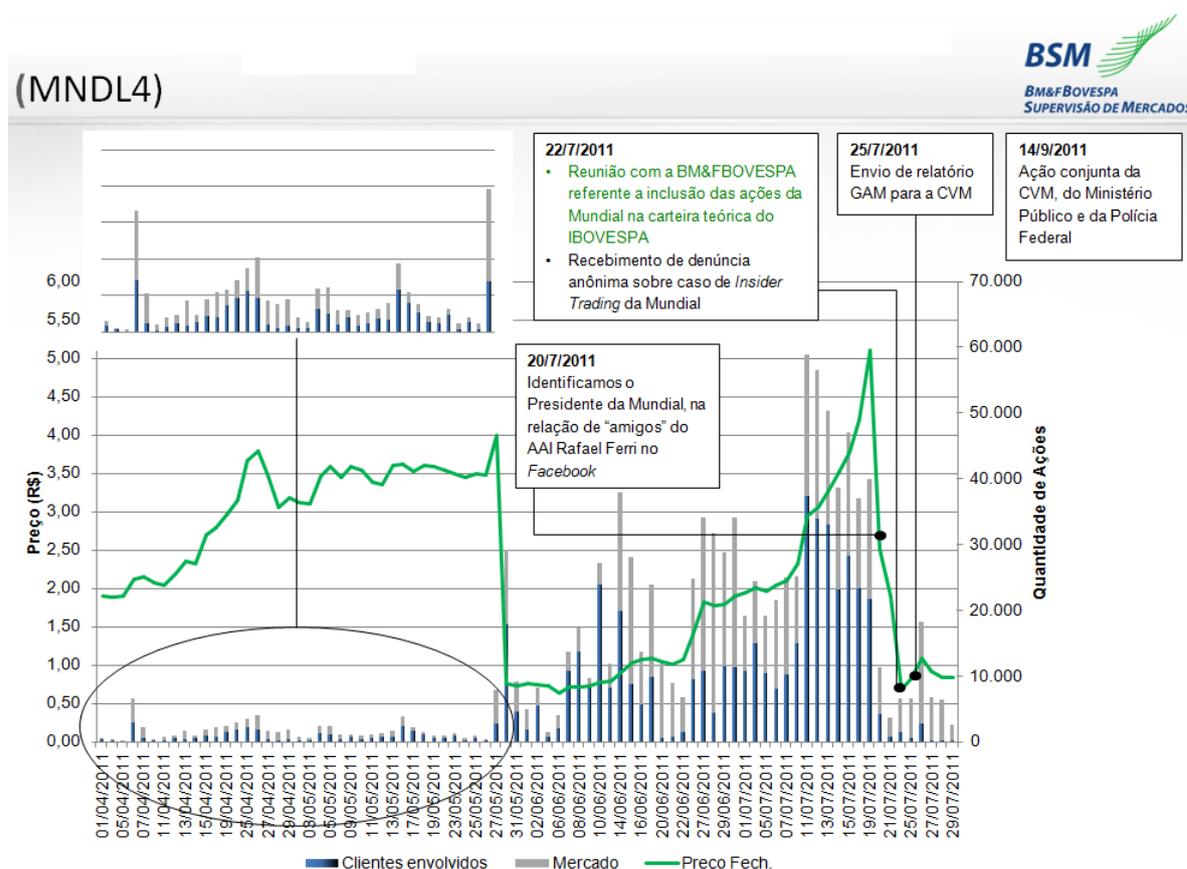
Figura 6 – Potenciais indícios de insider trading não captados pelo sistema de monitoração da B3/BSM



Fonte: Página 7 da apresentação da ATS na audiência pública realizada na Câmara dos Deputados em outubro de 2015. Disponível em: http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/americas-clearing-system-01/at_download/file. Data do acesso: 26 nov. 2017.

Ainda segundo a ATS (2015), o sistema de monitoração da B3 deveria ter sido capaz de identificar e impedir as supostas negociações irregulares assim como impediram outros casos de negociação com informação privilegiada e manipulação de mercado envolvendo companhias com ações de menor liquidez (*penny stocks*) e que geraram poucas receitas para a administradora do mercado de bolsa de valores. Tal como no “caso Mundial”, citado pela BSM (2015, p. 37-38) na mesma audiência pública:

Figura 7 – Demonstrativo de atuação da BSM em caso de manipulação de mercado com ações da Mundial S.A. (“Caso Mundial”)



Fonte: Página 38 da apresentação da BSM na audiência pública realizada na Câmara dos Deputados em outubro de 2015. Disponível em: http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/b-s-m/at_download/file. Data do acesso: 26 nov. 2017.

3.1.2.6 Controles de estrutura e conduta sobre a autorregulação

A evolução do direito da concorrência aconteceu no sentido do modelo estrutura-conduta-desempenho. Com base neste modelo triplo, a defesa da concorrência passou a ser vista como tendo sua base e fundamento de atuação primeiro, na identificação das possíveis estruturas dos mercados sob análise antitruste. Segundo, sobre a identificação de possíveis condutas praticadas pelos agentes de mercado que pudessem ter como efeitos a redução do nível de concorrência observado no mercado sob análise e, terceiro, sobre os impactos que determinada medida pro ou anticoncorrencial pode ter sobre o mercado (CADE, 2014, p. 7-8). Assim, a lei de defesa da concorrência vigente no Brasil (lei 12.529/11) determina que será passível de punição pela autoridade antitruste qualquer ato ou fato realizado de qualquer modo e que tenha como consequência a redução da concorrência em determinado mercado

relevante (controle de estrutura, artigos 88 e 89 da referida lei). Importante ressaltar que tais atos podem ser praticados independentemente da natureza jurídica do autor ou da área de atuação dos participantes em atividades econômicas organizadas (como foi demonstrado anteriormente nos casos envolvendo sindicato e associações).

Sendo assim, uma pergunta que precisa ser feita sobre a atuação das associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais é sobre a possibilidade de uma determinada regra ou forma de atuação de uma associação autorreguladora constituída como pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos, mas representante dos interesses de uma corporação ou de sociedades empresárias com finalidade lucrativas, praticar atos contrários à ordem econômica.

Primeiro é preciso salientar que o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE já estabeleceu regras aplicáveis para a análise antitruste de contratos associativos e demais formas de atuação concertadas entre participantes de um mesmo mercado relevante. Assim, nos termos do inciso IV do artigo 90 da Lei 12.529/11 e do artigo 2º da Resolução CADE nº 17, de 18 de outubro de 2016, quando duas ou mais sociedades empresárias concorrentes (que atendam os requisitos do artigo 88 da mesma lei) celebrarem “contrato associativo”, “consórcio” ou “joint venture” que estabeleça o compartilhamento dos riscos e resultados da atividade econômica que constitua o seu objeto, tal contrato deverá ser submetido à avaliação prévia do CADE.

Contudo, em sede de controle de estruturas, deve-se ressaltar que os termos desta resolução não esclarecerem se a atuação concertada de concorrentes por meio de suas associações de classe (e/ou autorreguladoras) pode ser passível de configurar um “contrato associativo”, uma vez que, por um lado, se refere a “compartilhamento de riscos e resultados da atividade econômica” (artigo 2º, inciso I) e, por outro, se estabelecer que “considera-se atividade econômica a aquisição ou a oferta de bens ou serviços no mercado, ainda que *sem propósito lucrativo*” (artigo 2º, parágrafo 1º, *itálicos adicionados*). Desta forma, os termos da resolução parecem indicar que somente podem ser considerados como contratos associativos os arranjos contratuais entre concorrentes sobre matérias direta ou indiretamente ligadas com sua atividade econômica organizada (tais como os acordos de pesquisa e desenvolvimento conjunto, ou, no caso específico do setor de transporte aéreo, os acordos de *code sharing*).

Porém, tendo em vista que esta resolução ainda é bastante recente, as suas disposições ainda carecem de tratamento pela autoridade antitruste. Especialmente no caso da eventual realização de associações e formas de atuação concertada entre concorrentes atuantes nos mesmos mercados relevantes não diretamente, mas sim indiretamente por meio de suas associações e demais formas de atuação concertada, com ou sem fins lucrativos. O que parece ser o caso da autorregulação.¹⁷⁰ Um possível exemplo de atuação concertada que poderia vir a ser objeto deste tipo de análise concorrencial¹⁷¹ como potencial contrato associativo poderia ser o caso do Código Brasileiro de Governança Corporativa – CBGC, que estabelece parâmetros de adesão mais difíceis de serem observados pelas sociedades empresárias de menor porte em comparação às líderes de seus respectivos mercados. Porém, tudo dependerá dos limites que serão conferidos pela autoridade antitruste ao conteúdo do conceito de contrato associativo.

Deste modo, parece razoável supor que a consideração dos efeitos anticoncorrenciais da existência da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais dependerá de eventual análise do CADE, em sede de controle de condutas, na eventual análise de práticas de cartel (parágrafo 3º do artigo 36 da Lei 12.529/11) ou de abuso de poder econômico (inciso IV do artigo 36 da Lei 12.529/11) por meio das associações autorreguladoras. Tendo em vista que, do ponto de vista da análise horizontal da defesa da concorrência, a autorregulação poderia ser utilizada como uma forma de cartel (Black, 1996, p. 28) (Ogus, 1995, p. 106), de criação de barreiras à entrada em determinados mercados, de aumentar os custos dos rivais, de reduzir a franja competitiva dos mercados autorregulados, ou de dificultar o acesso dos concorrentes à infraestrutura essencial para o exercício de determinadas atividades no mercado de capitais (*essential facilities*).

3.1.2.7 Efeitos anticoncorrenciais horizontais e verticais da autorregulação

¹⁷⁰ Cabe observar que o texto dos critérios para a definição de contratos associativos previstos no artigo 2º da revogada Resolução nº 10/14 do CADE talvez pudesse permitir uma interpretação que abrangesse a autorregulação, já que não restringia os contratos associativos aos acordos relacionados com as atividades econômicas exercidas pelos agentes de mercado. Contudo, estes critérios eram criticados doutrinariamente justamente por que a sua abrangência supostamente inovava no sistema jurídico (regulamento autônomo) ao alargar o conceito previsto na lei de defesa da concorrência.

¹⁷¹ Tendo como premissa que o estabelecimento de parâmetros de atuação necessariamente implicam na retirada de uns concorrentes e no ingresso de outros concorrentes em determinado mercado relevante.

Neste ponto do trabalho serão tratados os potenciais efeitos deletérios para a economia e para os interesses públicos envolvidos na regulação dos mercados financeiro e de capitais em decorrência da existência de uma estrutura de autorregulação. É possível considerar estes efeitos negativos quando se observa que a imposição de regras sobre um determinado setor da economia – sejam elas aprovadas pelo regulador estatal ou por associações autorreguladoras privadas – necessariamente terão como efeito ou consequência a redução, em alguma medida, da concorrência no setor regulado. Neste sentido, Leitão, Almeida e Forte (2005, p. 29) afirmam que uma das principais divergências entre os objetivos e racionalidades da regulação setorial e da defesa da concorrência é o fato de que a regulação pretende reduzir a concorrência (por exemplo, via controle de preços) e a defesa da concorrência pretende aumentá-la.

Assim, é necessário e razoável supor que a adoção mais ou menos abrangente de um determinado padrão de conduta instituído por uma associação autorreguladora e adotado pela porção majoritária do setor regulado poderá ter a feição de constituir barreiras à entrada de novos competidores nos mercados autorregulados. Configurando, assim, uma potencial infração à ordem econômica e financeira prevista nos artigos 170 e seguintes da CF/88 e nos incisos I a IV do artigo 36 da Lei 12.529/13 (tentativas de monopolização, formas de abuso de posição dominante ou cartéis).

Os potenciais efeitos anticoncorrenciais citados no parágrafo anterior são todos de natureza “horizontal”, ou seja, com efeitos dentro e no mercado regulado. Ao passo que o estabelecimento de regras pela autorregulação também pode ter efeitos em outros pontos da cadeia produtiva dos setores regulados em questão.

Por exemplo, a adoção consolidada de uma determinada regra em um setor com significativo poder de compra (caso das instituições financeiras associadas à ANBIMA) pode impactar a concorrência no mercado de seus fornecedores e instituições satélites (caso, por exemplo, dos gestores de recursos, obrigados a aderir à autorregulação ou a se certificar perante a ANBIMA). Ou seja, a autorregulação do mercado de capitais pode ter impacto anticoncorrencial *downstream* na cadeia de fornecimento e prestação de serviços necessários para a prática das atividades empresariais realizadas pelas instituições financeiras controladoras das associações autorreguladoras de mercado (conforme antecipado nos itens 2.2.1.1.1 e 2.2.1.1.4 acima).

3.2 Poder político

Além de considerar a possibilidade de as instituições autorreguladoras poderem buscar influenciar as decisões dos órgãos políticos¹⁷² e reguladores estatais, seja por meio de práticas mais comuns como a tentativa de veicular seus interesses privados pelas esferas políticas constitucional e legalmente constituídas, seja pela obtenção de subvenções Stigler (2004 [1971]) ou de favorecimentos para as instituições participantes dos mercados autorregulados. Importa considerar que as associações autorreguladoras podem buscar exercer poder e influência sobre a agenda pública tanto da regulação por meio da (i) captura dos órgãos reguladores dos setores autorregulados; ou (ii) adoção de regras que posteriormente virão a ser incorporadas à regulação estatal; quanto (iii) do estabelecimento de um *locus* para o exercício de influência e estabelecimento de relações entre membros importantes dos mercados financeiro e de capitais atuantes na regulação, autorregulação e no exercício de atividades econômicas organizadas.¹⁷³

Porém, considerando que as associações autorreguladoras não raro são também representantes de interesses setoriais (corporativos), elas ocupam um lugar privilegiado na interação entre os agentes de mercado e o Estado regulador. Assim, a análise da permanência destas associações autorreguladoras e que também atuam na representação de interesses corporativos perante a esfera política e perante a burocracia regulatória estatal, pode contribuir para a superação de uma possível limitação das análises acadêmicas realizadas por autores de direito empresarial: a desconsideração da atuação de empresários nas esferas indiretamente relacionadas com a atividade empresária por eles exercida. Assim, a atuação de empresários para além dos limites estritos do que é tratado pelo direito posto fica tradicionalmente fora da análise jurídica empresarial e é analisada por outros campos das ciências humanas, como a ciência política e a economia.

Uma das possíveis origens deste afastamento poderia estar na centralidade e exclusividade conferida pelo positivismo ao direito produzido pelo Estado como fonte de

¹⁷² Por exemplo, por meio de *lobby* a favor das pautas consideradas importantes pelos integrantes da corporação. Ver, por exemplo, o discurso de posse do atual presidente da ANBIMA. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/nosso-proposito-maior-e-construir-um-mercado-a-servico-da-sociedade-brasileira.htm. Data de acesso: 27 nov. 2017.

¹⁷³ A exemplo do que ocorre com o meio acadêmico na definição de possíveis nomeados para os altos escalões do Banco Central do Brasil, conforme analisado por Olivieri (2007).

Direito empresarial (especialmente após a supressão das corporações de ofício na França pelo decreto de d'Allarde, de 1971) ou então pela adoção da “teoria da empresa” (surgida na Itália, em 1942). Ambos os eventos, que tiveram, às suas respectivas épocas, forte influência sobre a concepção da produção do direito comercial e empresarial brasileiro, podem ter contribuído para retirar do escopo da análise do “direito empresarial”, primeiro, qualquer tentativa de normatização da vida econômica e empresarial que não fosse produzida pelo Estado e, segundo, qualquer preocupação com o empresário enquanto sujeito social e político, já que o direito empresarial deixara de ser um direito do “empresário” para ser um direito da “atividade” empresária.

Contudo, apesar de os Estados contemporâneos ter assumido para si a prerrogativa exclusiva da produção do direito e da sedimentação da concepção positivista de que o único direito válido é o direito produzido pelo Estado, não é possível afirmar que a representação e a organização de interesses corporativos pelos empresários tenham deixado de existir. Deixou, apenas, de ser considerada relevante como fonte de Direito e como objeto de análise jurídica. Neste sentido, a análise jurídica empresarial da conformação da autorregulação (no presente trabalho, especialmente a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais) tanto a ordem jurídica estatal quanto a alguma concepção maior de regulação permitem perceber a permanência de formas corporativistas ou neocorporatistas¹⁷⁴ de organização social e política. Neste sentido Moreira (1997, p. 155-167) afirma que:

o neocorporativismo é um específico processo sociopolítico no qual organizações que representam interesses funcionais monopolistas se envolvem em intercâmbio político com organismos do Estado sobre matérias de política pública, que investe essas organizações num papel que *combina a representação de interesses e a implementação de políticas através de autoimposição delegada*. (Itálicos no original)

(...)

A forma mais corporativista de autorregulação é que se traduz no exercício de funções de regulação diretamente pelas associações profissionais transformadas em organismos públicos. A menos corporativista é a que consiste no exercício de funções de regulação por parte de órgãos diretamente eleitos, desprovidos de funções de representação e defesa de interesses profissionais. Entre as duas referidas formas existem diversas formas intermédias.

Assim, pareceu importante considerar a autorregulação não apenas como um possível instrumento de poder econômico tratado nos itens anteriores do presente capítulo, mas

¹⁷⁴ Segundo este autor (1997, p. 148) o prefixo “neo” se justificaria pelas diferenças verificadas entre o atual modelo de corporativismo (não centrado hierarquicamente no Estado, com liberdade de associação profissional e delegação autorregulativa) e o modelo existente até a Segunda Guerra Mundial, que era centrado no Estado de forma piramidal e tinha um viés totalitário entre as forças econômicas e sociais.

também como um instrumento para exercício de poder político fora das esferas constitucionalmente estabelecidas (sistema político-partidário) e dos mecanismos constitucionais de controle, legitimidade democrática e *accountability*.

Para a análise empreendida na presente pesquisa buscou-se (i) considerar os empresários atuantes nos mercados financeiro e de capitais também como partes de um corpo social e político (corporação); e (ii) cotejar o regramento produzido por suas associações autorreguladoras com o quadro maior do sistema jurídico (e com a ideia de juridicidade) decorrente do direito estatal. Buscou-se, com isso, superar as duas limitações tratadas anteriormente, pois as formas de organização de interesses corporativos permanecem atuantes nos dias atuais.¹⁷⁵

O monopólio estatal da produção e aplicação do direito e do recurso legítimo ao uso da violência não implicou abandono completo das formas de organização de interesses de grupos, sejam representantes de segmentos empresariais (as corporações) ou dos segmentos assalariados (as associações ou os sindicatos). Neste sentido, Phillippe Schmitter (1985), Streeck e Schmitter (1986), Birkinshaw, Harden e Lewis (1995) e, no Brasil, Arbix (1996) se ocuparam de analisar o impacto que a consideração das associações de interesses organizados tem para a reflexão sobre a estrutura e funcionamento do Estado, do Direito e da economia. Tendo em vista que o presente trabalho propõe-se a realizar uma análise jurídica do fenômeno, optou-se por tentar considerar alguns dos possíveis impactos para a definição do regime jurídico das associações autorreguladoras gerados pelo atual reforço da autorregulação como instrumento de regulação dos mercados financeiro e de capitais.

3.2.1 A autorregulação como gestão de legitimidade

A autorregulação também poderia ser instrumentalizada pelas instituições privadas responsáveis pela tomada de decisões nas associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais como uma forma de gestão de “legitimidade”. Por legitimidade quer dizer que as instituições atuantes no mercado de capitais podem sofrer pressões econômicas e

¹⁷⁵ Uma possível agenda de pesquisa seria buscar identificar como as formas antigas e atuais de corporações e corporativismos se entrelaçam atualmente na autorregulação.

sociais específicas de sua licença social para operar que tornem a adoção de regras de autorregulação uma forma de alterar as percepções dos clientes, contratantes e do mercado em geral sobre a sua forma de atuação daquela instituição. Em uma perspectiva como esta, a autorregulação – sem o escrutínio e pressões sociais, jurídicas e econômicas externas – poderia vir a ter um efeito meramente simbólico. Se convertendo em uma forma *prêt-à-porter* de sinalizar uma pseudomudança que visa, na prática, manter as mesmas práticas observadas antes dos escândalos. Vale lembrar que segundo Brenneke (2016) a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro tem se expandido a cada nova crise de confiança. Assim, importa saber se a autorregulação visa tão somente evidenciar uma mudança na forma de atuação do setor ou se visa realmente mudar as práticas observadas no setor autorregulado até o advento da crise de confiança.

3.2.1.1 Autorregulação como forma de cooptação do regulador

Existem, no mínimo, duas formas pelas quais a autorregulação pode ser exercida ou analisada como um fenômeno essencialmente político. Ou seja, como um instrumento para influenciar a tomada de decisões sobre a coisa pública: (1) funcionando como um local, um ambiente propício para formação de laços profissionais e pessoais que resultam em futuras indicações para ocupar vagas no alto escalão da regulação estatal;¹⁷⁶ e (2) como veículo de influência pelos agentes privados na formação de agenda do debate público para a regulação.

Em relação ao segundo ponto mencionado no parágrafo anterior, a autorregulação tem como uma das principais vantagens a possibilidade de antecipar tendências e “melhores práticas” de mercado que devem ser adotadas pelos integrantes de determinada categoria profissional ou participantes de um setor da economia. Assim, a autorregulação poderia vir a ser utilizada como uma ferramenta de poder para tentar pressionar ou “indicar” ao regulador público sobre qual seria o “melhor” ou “ideal” caminho a seguir na regulação de uma determinada matéria.¹⁷⁷

¹⁷⁶ Neste sentido, vale destacar o trabalho realizado por Cecília Olivieri (2007) “Política, burocracia e redes sociais: as nomeações para o alto escalão do Banco Central do Brasil”, demonstrando como a academia também pode funcionar como um local propício para a interlocução e formação de laços de confiança que resultaram em nomeação para indicações em cargos de confiança na regulação financeira.

¹⁷⁷ Pode ser citado como exemplo da incorporação da regulação de regras inicialmente criadas pela autorregulação do mercado de capitais, o fato da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, ter repetido várias disposições anteriormente previstas no Código de Ofertas Públicas elaborado pela ANBID.

O reconhecimento da feição política da autorregulação, considerando-se, naturalmente, que tanto a associação autorreguladora quanto os seus membros são agentes políticos (leia-se com capacidade de exercer pressão tanto sobre o órgão regulador quanto sobre o mercado em que atuam), desvela, inclusive, uma limitação da classificação da autorregulação em mandatada, sancionada, coagida e voluntária, conforme sugerido por Black (1997). Pois especificamente sobre a autorregulação coagida, a possibilidade de um tema ser autorregulado antes da ação estatal não necessariamente ocorre quando há a ameaça de regulação estatal porvir. Mas pode, também, ser acionada quando os agentes de mercado têm a convicção de que o regulador estatal se manterá inerte sobre um determinado tema ou circunstância que, na visão dos agentes de mercado, deveria vir a ser regulado conforme os interesses do grupo autorregulador, ou adotará uma medida em tempo demasiadamente longo para os padrões de ação e expectativas de tempo do mercado regulado.

Existe, ainda, a possibilidade mencionada antes, de a própria autorregulação ser utilizada como uma ferramenta para pressionar o órgão regulador a seguir por determinado caminho na regulação da matéria anteriormente autorregulada. Naturalmente, a possibilidade deste tipo de atuação política dos agentes de mercado por meio da autorregulação sempre dependerá da forma como o regulador se relaciona, em primeiro lugar, com o mercado regulado, e, em segundo, com a associação autorreguladora e seus membros. Caso o regulador seja excessivamente confiante ou leniente com as ações tomadas pelo autorregulador e esta interação se dê de maneira pouco transparente e republicana, estar-se-á diante de um cenário com forte possibilidade da autorregulação ser utilizada como um instrumento de captura do órgão regulador estatal.

3.2.1.2 Captura do regulador por meio da autorregulação

A autorregulação também pode funcionar como um meio de cooptação e captura dos órgãos reguladores por instituições ou agentes do mercado regulado. Tal captura, certamente, é deletéria para os interesses públicos, haja vista que, uma vez em “controle” da instituição com o poder regulatório, as instituições autorreguladoras poderiam direcionar esforços e interesses da regulação para vocalizar suas próprias demandas. Assim, poder-se-ia conjecturar situações em que a autorregulação é mobilizada em prejuízo dos concorrentes das instituições responsáveis pela autorregulação, dos demais segmentos de um mesmo setor, de outros

setores da economia que estejam a montante ou a jusante na cadeia de produção e fornecimento do setor autorregulado ou, principalmente, de seus clientes. Esta possível cooptação se materializaria, por exemplo, por meio da obtenção de aprovações e restrições regulatórias.

3.2.1.2.1 Exaustão fiscal

O Estado regulador também pode tentar recorrer à autorregulação em decorrência de exaustão fiscal, especialmente em países em desenvolvimento, onde as finanças e a capacidade de pagamento do Estado são recorrentemente comprometidas. A tentativa de cooptação dos agentes privados para atuar como autorreguladores substitutos, ou seja, como possíveis “*surrogate regulators*” (Gunningham, Phillipson, Grabosky, 1999) ou “*third party government*” (Freeman, 2003, p. 1287).

Uma questão a ser considerada, quando o Estado busca atuar por meio da autorregulação (em algo como um *programa estatal* de fomento e controle da autorregulação é a capacidade institucional dos reguladores estatais de efetivamente regulá-los e fiscalizá-los). Pois é justamente desta capacidade que depende o sucesso da autorregulação para os interesses públicos. Sendo sucesso aqui medido de acordo com o nível de alinhamento entre os interesses privados da associação autorreguladora e de seus membros e os interesses públicos em geral que devem ser buscados pelo Estado por meio dos reguladores setoriais do mercado.

É justamente por meio da qualidade e da sofisticação da atuação do regulador na fiscalização do autorregulador que será atingido o ideal identificado por Trindade e Santos (2009) de que a autorregulação deve funcionar sob intensa e atenta supervisão estatal para que não sejam perpetrados abusos e violações de direitos por meio da instituição autorreguladora.

Contudo, pesquisa recentemente realizada por Donaggio (2016, p. 319-323) relaciona que a fiscalização exercida pela CVM sobre a atuação da BSM (a instituição integrante do conglomerado econômico da B3 supostamente com funções exclusivas de autorregulação) é deficiente. Segundo esta autora a CVM (órgão regulador estatal responsável pela fiscalização da autorregulação) parece ter conferido uma isenção informal do cumprimento da Instrução

CVM nº 461/07 no que tange à monitoração das atividades desempenhadas pela autorregulação. Neste sentido, ver:

[A] ICVM 461/2007 foi criada para garantir, no mínimo, a separação estrutural das atividades de negócios das atividades de regulação, ou seja, que as atividades de *enforcement* da autorregulação de emissores sejam realizadas exclusivamente pela BSM, entidade similar ou terceira entidade que apresenta separação orçamentária e funcional.

Mesmo que a opção regulatória para o *enforcement* da autorregulação de emissores tivesse sido a separação funcional (com o *enforcement* sendo realizado dentro de área interna à Bolsa), o orçamento e os funcionários deveriam ser segregados para a atividade de *enforcement*. A estrutura atual, todavia, estabelece uma atividade de *enforcement* realizada internamente pela Diretoria de Regulação de Emissores – DRE da Bolsa sem separação funcional, isso é, sem a segregação orçamentária e de pessoal para realizar as atividades de *enforcement* da autorregulação de emissores. Logo, ao invés de a atividade de *enforcement* da autorregulação de emissores ser realizada integralmente pela BSM, conforme determinação da ICVM 461/2007 e dos estatutos sociais da BM&FBovespa e da própria BSM – uma vez que há autonomia orçamentária e de pessoal –, na prática, esta entidade apenas ‘acompanha’ as atividades de *enforcement* que ainda estão sendo realizadas pela DRE.

Essa condição pode ser decorrente de três situações: a CVM pode ter isentado tanto a BM&FBovespa quanto a BSM do cumprimento da ICVM 461/2007, **as atividades de *enforcement* têm ocorrido ao arrepio da ICVM 461/2007, desde 2007**, ou a CVM entende que sua Instrução se restringe à autorregulação de corretores (como mencionado no início deste capítulo), a despeito de diversos dispositivos apresentados neste capítulo que mencionam a autorregulação de emissores.

Quanto à primeira possibilidade, a CVM pode excetuar formalmente a BM&FBovespa, a BSM e a sua estrutura de autorregulação com base nos Arts. 9º, §§ 1º e 4º e 114 da ICVM 461/2007, podendo admitir outras configurações do sistema caso as entidades obtenham autorização formal do regulador estatal e privilegiem o atendimento substancial das normas da Instrução. Se for este o caso, então naturalmente deveria existir publicidade do ato de dispensa do normativo estatal. Ocorre que não se observou, ao menos publicamente, isenção formal do normativo estatal pela CVM à estrutura atual de autorregulação de emissores da Bolsa. (Itálicos no original, negritos adicionados)

Logo, conforme a supracitada pesquisa empírica realizada por Donaggio (2016), a BSM, instituição criada no processo de desmutualização da BM&FBovespa (atual B3) para separar a atividade de autorregulação das demais atividades lucrativas exercidas pelo grupo econômico da B3, aparentemente descumpra a Instrução CVM nº 461/07 – há dez anos – sem que tenham sido tomadas medidas formais pelo órgão regulador estatal no sentido de regularizar ou punir o aparente descumprimento. O que põe dúvida sobre a capacidade do Estado regulador de fiscalizar a atuação dos autorreguladores.

As conclusões apresentadas por Donaggio (2016) estão alinhadas com as conclusões do relatório da avaliação do modelo brasileiro de autorregulação do mercado de capitais realizada em junho de 2013 pelo FMI e Banco Mundial. Esta avaliação teve como objetivo

identificar o nível de adesão da regulação brasileira dos mercados de capitais aos objetivos e princípios de regulação de valores mobiliários propostos pela *International Organization of Securities Commissions – IOSCO*.¹⁷⁸ A IOSCO recomenda que os órgãos reguladores dos mercados financeiro e de capitais adotem 38 objetivos e princípios de “melhores práticas” para a regulação dos mercados financeiro e de capitais.¹⁷⁹ O Princípio 9 trata especificamente sobre a autorregulação:

B. Principles for Self-Regulation

- 9 Quando o sistema regulatório faz uso de Organizações de Autorregulação (OARs) que exercem alguma responsabilidade de supervisão direta para suas respectivas áreas de competência, tais OARs devem estar sujeitas à supervisão do Regulador e devem observar padrões de equidade e confidencialidade quando exercem poderes e responsabilidades delegadas.¹⁸⁰ (negritos no original)

Segundo a avaliação realizada pelo FMI/Banco Mundial (2013, p. 17, 24, 41 e 42), o princípio sobre a autorregulação está apenas “parcialmente implantado” no Brasil (*partially implemented*), devido à falta de supervisão pela CVM da autorregulação voluntária realizada pela ANBIMA, APIMEC e ANCORD. Neste sentido, cita-se:

O sistema brasileiro de regulação dos mercados de capitais é notável por seu uso criativo de reguladores governamentais, organizações autorreguladoras licenciadas diretamente supervisionadas pela CVM (BM&F Bovespa e CETIP) e organizações não oficiais voluntárias que executam funções de OAR, mas não estão sujeitas a regulação e supervisão governamental formal. Várias associações executam uma ou mais funções de autorregulação. Embora a CVM tenha uma variedade de relações de trabalho com essas entidades, [ela] não requer o registro das OARs, pois elas não são bolsas, embora possam ser vistas como OARs pelo mercado, pelo público e por organizações internacionais, e, para alguns propósitos, pela CVM. Além disso, **a CVM não supervisiona suas atividades ou exerce a supervisão das políticas e programas que administram.**¹⁸¹ (FMI/BM, 2013, p. 17) (Negritos adicionados)

¹⁷⁸ A IOSCO é uma entidade internacional que existe desde 1983 e congrega cerca de 200 reguladores dos mercados financeiro e de capitais do mundo. Fonte: http://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco. Data de acesso: 29 nov. 2017.

¹⁷⁹ O documento *Objectives and Principles of Securities Regulations* está disponível na página da IOSCO na rede mundial de computadores: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Data de acesso: 29 nov. 2017.

¹⁸⁰ No original: “Where the regulatory system makes use of Self-Regulatory Organizations (SROs) that exercise some direct oversight responsibility for their respective areas of competence, such SROs should be subject to the oversight of the Regulator and should observe standards of fairness and confidentiality when exercising powers and delegated responsibilities” (IOSCO, 2017, p. 5).

¹⁸¹ No original “The Brazilian system for regulation of capital markets is notable for its creative use of governmental regulators, licensed self-regulatory organizations directly overseen by the CVM (BM&F Bovespa and CETIP), and voluntary unofficial organizations that perform SRO functions but are not subject to formal governmental regulation and oversight. Several memberbased organizations perform one or more functions that are self-regulatory. While the CVM has a variety of working relationships with these entities, it does not require SRO registration, as they are not exchanges, even though they may be viewed as SROs by the

Plano de ação recomendado

Tabela 2. Plano de Ação Recomendado para Melhorar a Implementação dos Princípios da IOSCO

Princípio 9 A CVM deve supervisionar as organizações privadas de autorregulação que realizam funções de supervisão, política, exame, disciplinar e qualificação/licenciamento que são parte integrante da estrutura regulatória nacional.¹⁸² (FMI/BM, 2013, p. 24)

Comentários O Princípio 9 reconhece que há uma diversidade considerável nos papéis e responsabilidades regulatórias das OARs em todo o mundo e o Brasil é um exemplo de como diferentes modelos de OAR podem ser usados de maneira efetiva e colaborativa. A estrutura reguladora brasileira faz uso extensivo de organizações auto-reguladoras – tanto OARs legalmente reconhecidas e reguladas e OARs não oficialmente reconhecidas e não reguladas. No entanto, o Princípio 9 da IOSCO exige que as OARs estejam sujeitas à supervisão dos reguladores primários, onde esses exercem alguma responsabilidade de supervisão direta para as suas respectivas áreas. Pois a Metodologia IOSCO estabelece, por extensão, que o “uso inapropriado” de uma OAR pode incluir o exercício de funções como OAR por uma entidade não autorizada ou sem a supervisão regulamentar.

O processo de licenciamento e supervisão da CVM para a BSM/Bovespa e para a CETIP é sólido e é totalmente compatível com o princípio da IOSCO para supervisão regulamentar de OARs. A avaliação parcialmente implementada baseia-se na falta de supervisão governamental da autorregulação realizada pela Anbima, Apimec e Ancord. Ao chegar a esta conclusão, deve-se sublinhar que a autorregulação administrada pela Anbima parece ser sólido e bem construído. **O que falta é um nível adequado de supervisão por um regulador governamental.** (FMI/BM, 2013, p. 41-42) (Negritos adicionados)

Conforme apontado pela pesquisa e análise realizada anteriormente, a regulação da autorregulação do mercado de capitais brasileiro parece ser deficiente e precisar de reformas.

industry, the public, and by international organizations, and for some purposes by the CVM. Also the CVM does not supervise their activities, or exercise oversight of the policies and programs they administer”.

¹⁸² No original: “**Recommended action plan** Table 2. Recommended Action Plan to Improve Implementation of the IOSCO Principles Principle 9 The CVM should oversee private self-regulatory organizations that perform oversight, policy, examination, disciplinary and qualification/licensing functions that are integral to the national regulatory structure. Comments Principle 9 recognizes that there is considerable diversity in the regulatory roles and responsibilities of SROs around the world and Brazil is an example of how different SRO models may be used in an effective, collaborative way. The Brazilian regulatory structure makes extensive use of self-regulatory organizations – both legally recognized and regulated SROs and unofficially recognized and unregulated SROs. However IOSCO Principle No. 9 requires SROs to be subject to the oversight of primary regulators where they exercise some direct oversight responsibility for their respective areas. As the IOSCO Methodology provides ‘Inappropriate’ use of an SRO by extension might include the exercise of SRO functions by an unauthorized entity or without regulatory oversight’. The CVM licensing and oversight process for BSM/Bovespa and for CETIP is sound and is fully compliant with the IOSCO principle for regulatory oversight of SROs. The partly implemented assessment is based upon the lack of governmental oversight of the Anbima, Apimec and Ancord programs. In reaching this conclusion, it should be stressed that the program administered by Anbima appears to be sound and well constructed. What is missing is an appropriate level of oversight by a government regulator.” (negritos no original)

Contudo, a CVM considerou como inadequada a conclusão da análise realizada pelo FMI/Banco Mundial (FMI/BM, 2013, p. 26) e defende o modelo atual de autorregulação do mercado de capitais com base na suposta economia e eficiência na alocação de recursos necessários para o exercício da regulação.

Vale ressaltar, ainda que uma regulação adequada da autorregulação não implicaria necessariamente redução dos custos para o órgão regulador e que o argumento da necessidade de redução de custos e da incapacidade institucional do regulador foi utilizado pela CVM em sua defesa apresentada na Ação Civil Pública – ACP (Processo nº 0000535-78.2016.403.6100) proposta pelo Ministério Público Federal contra a ANCORD e a CVM. Neste sentido, ver o MEMO/SMI/GME/Nº 007/2014, de 26 de fevereiro de 2014, constante às folhas 266 a 271 dos autos da ACP:

A atribuição dos processos de credenciamento, suspensão e cancelamento de agentes autônomo à ANCORD permitiu que a CVM se foque em suas atribuições indelegáveis, que lhe são exclusivas enquanto autarquia federal: **regulamentar** as matérias expressamente previstas na Lei Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; **administrar** os registros instituídos pela Lei Nº 6.385/76; **fiscalizar** as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; **fiscalizar e inspecionar** as companhias abertas.

(...)

A autorregulação está fundamentada nos seguintes pressupostos:

- A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica em custos excessivamente altos até quando se busca aumentar a eficiência e abrangência dessa ação.
- Uma entidade autorreguladora, pela sua proximidade das atividades de mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior presteza e a custos moderados.
- A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo-se a necessidade de intervenção do órgão regulador. (Negritos no original, sublinhados adicionados)

3.2.1.2.2 Perfil dos reguladores e autorreguladores (o problema da *revolving door*)

No caso específico do mercado de capitais brasileiro, é possível conjecturar que a autorregulação, que ganhou e vem ganhando cada vez mais deferência por parte dos órgãos reguladores, pode ter sido, ou estar sendo, utilizada ou estar sendo utilizada como forma de cooptação e captura do órgão regulador. Isso porque o órgão colegiado da CVM esteve composto nos últimos anos de uma série de diretores egressos de instituições autorreguladoras do mercado de capitais. Por exemplo, (i) a CVM foi presidida pela Dra. Maria Helena

Santana, entre julho de 2007 e julho de 2012,¹⁸³ após esta economista ter conduzido a implantação do Novo Mercado¹⁸⁴ (uma iniciativa de autorregulação) na B3 (então BM&FBovespa); (ii) o Dr. Otávio Yazbek foi diretor da CVM, entre janeiro de 2009 e dezembro de 2013,¹⁸⁵ depois de ter atuado como Diretor de Regulação BM&F (de 2006 a 2008) e Diretor de Autorregulação da BM&FBovespa (2008);¹⁸⁶ e (iii) a Dra. Flávia Mouta Fernandes é a atual Diretora de Regulação de Emissores da B3 após ter atuado como Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da CVM.

Naturalmente, não se está afirmando aqui que o trânsito de profissionais entre o órgão regulador e uma instituição autorreguladora de mercado é algo necessariamente ruim ou que os profissionais serão automaticamente imbuídos no intuito de cooptar e capturar a regulação pública pelos interesses privados da autorregulação ou de utilizar a autorregulação para fins estranhos aos interesses públicos. Uma afirmação neste sentido dependeria, naturalmente, de uma série de robustas investigações empíricas, de modo que a pesquisa teórica realizada no âmbito da presente pesquisa não permite tal conclusão. Contudo, o risco existe e não vem sendo objeto de discussão e análise pela academia jurídica nacional.

A investigação sobre tais conflitos de interesses é importante porque a materialização deste conflito de interesses poderia gerar uma eventual redução do ímpeto regulatório e da fiscalização praticada pela reguladora contra as autorreguladoras e/ou contra as sociedades empresárias atuantes nos mercados financeiro e de capitais. No futuro, elas poderiam vir a ser as contratantes dos profissionais atuantes na regulação e/ou na autorregulação. Conflitos dessa natureza, bem como propostas para sua mitigação, são comuns, por exemplo, na atuação de auditores independentes (que teriam incentivos para descumprir suas obrigações de auditar visando prestar serviços para as companhias que auditam), assim a Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, tem dispositivos visando mitigar conflitos dessa natureza¹⁸⁷ que poderiam ser adotados na mitigação dos conflitos decorrentes da “porta giratória” entre a regulação e a autorregulação do mercado de capitais.

¹⁸³ Fonte: http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/colégiados/antigoscolégiados.html. Data de acesso: 27 nov. 2017.

¹⁸⁴<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/economia/20110608/perguntas-para-maria-helena-santana/3147.shtml>. Data de acesso: 26 nov. 2017.

¹⁸⁵ http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/colégiados/antigoscolégiados.html. Data de acesso: 27 nov. 2017.

¹⁸⁶ Fonte: <http://direitosp.fgv.br/professor/otavio-yazbek>. Data de acesso: 26 nov. 2017.

¹⁸⁷ Por exemplo, o rodízio de audiores, previsto no artigo 31 e a proibição de prestação de serviços que possam afetar sua independência, prevista no artigo 23, ambos da Instrução CVM nº 308/99.

Outra forma da autorregulação ser utilizada para cooptar e capturar a atuação do órgão regulador de mercado de capitais, diz respeito à disseminação de “facilidades” feitas pelas associações autorreguladora em benefício dos servidores atuantes no órgão regulador estatal ou em benefício da própria associação ou empresa autorreguladora. Na esfera privada, este tipo de concessão de facilidades ou agrados de uma parte a outra são denominados de *soft dollars*. Ou seja, benefícios recebidos de outras formas que não envolvam o pagamento de quantias em dinheiro (quando há o pagamento de dinheiro, os benefícios são denominados *hard dollars*).

Estas formas de atuação sutil na cooptação do órgão regulador por membros ou segmentos do setor regulado pode acontecer, por exemplo, por meio do financiamento de seminários, eventos e patrocínios realizados ou coordenados pelo regulador estatal; o financiamento de atividades necessárias para a realização da regulação, por exemplo, por meio de um acordo de cooperação para desenvolvimento e/ou manutenção, pelos agentes privados, de sistemas de informática específico. Interessa ponderar que a existência destes vínculos entre as associações autorreguladoras e os reguladores estatais pode indicar que o requisito do entrelaçamento (*entwine*), mencionado no item 2.1.1.1 acima, entre as instituições privadas os órgãos públicos poderia ter sido atendido para fins de definição das associações autorreguladoras como órgãos públicos.

Cita-se, como exemplo, o convênio que foi firmado entre a CVM, a B3 (então BM&FBOVESPA) e a ANBIMA, em 14 de abril de 2016, no qual se pode ver que a CVM e as instituições autorreguladoras acordaram o desenvolvimento, a manutenção e a alimentação de um banco de dados pelas instituições privadas para ser usado pelo órgão regulador no desempenho de suas atividades. Ou seja, os agentes privados tiveram a *gentileza* de entregar ao regulador estatal um sistema que permitiria a eles próprios, agentes privados, serem regulados pelo Estado.¹⁸⁸ Sendo assim, é razoável supor que, em alguma medida, a existência de um convênio com estas características poderia vir a diminuir o ímpeto da regulação em

¹⁸⁸ Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/Bovespa_Anbima_2016.pdf. Data de acesso: 27 nov. 2017. Segundo as informações disponíveis na página da CVM na rede mundial de computadores, existem ainda outros quatro convênios com objeto semelhante em vigor desde 2011. Fonte: <http://www.cvm.gov.br/convenios/index.html?lastNameShow=bm%26fbovespa&lastName=bm%26fbovespa>. Data de acesso: 27 nov. 2017.

aplicar penalidades, criar regras ou realizar diligências e demais atividades regulatórias em matérias ou ocasiões que desagradem o autorregulador conveniente. Vale ressaltar que não se faz menção aqui à ideia de corrupção ou fraudes,¹⁸⁹ mas sim da criação de certo ambiente, um estado de coisas favorável ao autorregulador e regulado conveniente dificilmente afastável na hipótese de colisão entre os vetores da regulação e da cooperação.

Ressalta-se ainda que apesar do preâmbulo deste convênio mencionar que as partes convenientes observarão, no que couber, a Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1.993, o convênio não faz menção expressa ao cumprimento das etapas prévias necessárias para a realização deste tipo de acordo de vontades pela administração pública, especialmente a aprovação do prévio plano de trabalho apresentado pelo interessado em cooperar com a administração pública previsto no parágrafo primeiro do artigo 116 da Lei nº 8.666/93.

3.2.1.3 Relações governamentais

É importante ressaltar que a autorregulação pode ser ainda relevante e influente no sistema político, pois pode propiciar um contexto, um ambiente, em que agentes públicos reguladores e agentes privados do setor regulado se encontram e formam laços de amizade e confiança entre si. Neste contexto de relações entre os setores público e privado, de forma pouco transparente, clara e fora de parâmetros predefinidos de controle da atuação dos agentes públicos e privados, é razoável supor que estes agentes privados podem tentar influenciar a atuação dos agentes públicos em linha com os seus objetivos também por meio da autorregulação.

Assim, caso se coloque o debate sobre autorregulação em cotejo com o amplo debate sobre as formas de exercício de pressões pelos grupos privados que se beneficiariam da regulação, é possível conjecturar quando, como e se a autorregulação não poderia, também, servir a estes propósitos. Por exemplo, a autorregulação seria contraditória com os interesses públicos se, por meio dela, fossem praticados *lobbies* por regulação restritiva da concorrência, tentativas de influenciar a atuação dos órgãos públicos reguladores ou de influenciar negativamente a formação da agenda pública estabelecida para o setor regulado para benefício de determinado grupo privado.

¹⁸⁹ O que, além de fugir ao escopo do presente trabalho, estaria mais bem tratado em uma tese de direito penal e não da linha de pesquisa em direito de empresa e atividades econômicas.

Segundo Esty (1999, p. 1549), a participação de particulares na formulação e implementação de políticas públicas é benéfica e desejável (até mesmo por reduzir algumas das deficiências encontradas na antiga forma de relacionamento do Estado regulador – hierárquica, adversarial, burocrática e rígida – com o setor regulado). Porém, somente é possível colher os benefícios desta participação quando ela ocorre em um ambiente de clareza de propósitos e com as interações entre agentes públicos e representantes do setor privado acontecendo de modo transparente. Desta forma, as eventuais tentativas de manipulação do processo de desenvolvimento da política pública nas interações e cooperações realizadas poderiam ser prontamente identificadas. Sendo a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, hoje em dia, formada em um ambiente de pouca transparência capaz de permitir o controle e fiscalização externa pelos reguladores estatais e pela população em geral, é possível questionar a idoneidade e a legitimidade democráticas dos processos público-privados que sustentam o atual modelo de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro.

3.2.1.4 Representação de classe, o caso FEBRABAN: autorregula, representa e faz *lobby*?

Um caso interessante de como a representação setorial corporativa, a representação de interesses patronais, a defesa de interesses de classe e a autorregulação podem se imbricar é a atuação da FEBRABAN. Esta instituição, principal representante de interesses organizados do setor financeiro¹⁹⁰ perante o Estado, e, desde 2007, autorreguladora da atuação das instituições financeiras, demonstra alguns traços interessantes para a consideração da autorregulação, também, como um meio de exercício de influência política e um exemplo de falta de transparência e de procedimentos predeterminados para a inter-relação entre as esferas política, regulatória, autorregulatória e empresarial nos mercados financeiro e de capitais brasileiro.

Adicionalmente, por se tratar de uma instituição que existe desde 1967,¹⁹¹ ou seja, mais tradicional e anterior a todas as demais instituições autorreguladoras indicadas na Tabela 1, ocupa uma posição privilegiada na interlocução com o Estado, por um lado, e com as diversas áreas do mercado financeiro (em sentido amplo) e com o público em geral. Por isso,

¹⁹⁰ Fonte: <https://portal.febraban.org.br/pagina/3031/9/pt-br/institucional>. Data de acesso: 27 nov. 2017.

¹⁹¹ Fonte: <https://portal.febraban.org.br/pagina/3031/9/pt-br/institucional>. Data de acesso: 27 nov. 2017.

sua análise, além de demonstrar a capacidade de influência política do setor (Ianoni, 2012), pode indicar como, talvez, o setor financeiro tenha conseguido atravessar o século XX e chegar até os dias atuais ainda mantendo alguns resquícios da forma pré-moderna e aristocrática de corporação. Neste sentido, Adachi (2016, p. C3) menciona um almoço anual promovido pela FEBRABAN que reuniria em um só lugar e ocasião (i) as principais autoridades integrantes da regulação estatal dos mercados financeiros de capitais; (ii) os principais executivos e controladores das instituições financeiras atuantes no Brasil; e, a reboque, (iii) os titulares do poder decisório e demais diretores das instituições autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais.

Pareceu interessante mencionar este encontro *social* na análise do possível exercício da autorregulação como instrumento de poder político porque demonstraria como o tema da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais demonstra facetas multivariadas, podendo demonstrar como o passado do mercado financeiro (de forte tradição aristocrática) pode conviver e se amoldar às formas e modos de atuação do presente (nova governança, *third party government*).

Diz-se isso porque, segundo Adachi (2016, p. C3), este jantar demonstraria a existência de uma “hierarquia” no setor bancário mantida por nível de poder de mercado, antiguidade ou tradição, inclusive familiar de atuação no setor bancário. Neste sentido, ver:

Lugar à mesa traduz hierarquia bancária¹⁹²

No tradicional almoço de fim de ano da Febraban, quem senta em qual mesa pode dizer tanto quanto os discursos das autoridades. **A longa mesa central, batizada de ‘diamante’, onde se sentam os convidados de honra – ministros da Fazenda e presidente do Banco Central -, concentra os grandes banqueiros**, aqueles que o são por linhagem ou carreira, como [*Omissis*], do Itaú, e [*Omissis*], do Bradesco, e também aqueles que ‘estão’ banqueiros, os presidentes do Banco do Brasil e da Caixa, (...).

A tarefa de desenhar o mapa das mesas é um exercício de política, diplomacia e paciência. (...)

[O] presidente do Santander, embora um novato na cúpula bancária do país, é o principal representante dos bancos estrangeiros na Febraban e **coube a ele sentar-se à direita de** [presidente do Banco Central] – **à esquerda do presidente do BC estava** [*Omissis*], **presidente da Febraban. O ministro da Fazenda,** [*Omissis*], **estava estrategicamente colocado entre** [presidente do Itaú] e [presidente do Bradesco].

(...) Neste ano [2016], (...) [O Presidente da FEBRABAN] se sentou ao lado de [*Omissis*], da Caixa, e sua presença foi lida como um sinal de apoio institucional da Febraban ao banco.

Políticos, como o senador [*Omissis*] (PMDB), que em anos anteriores ocuparam um assento na mesa central, desta vez estiveram ausentes.

¹⁹² Os nomes dos profissionais citados na matéria foram omitidos.

Ao redor da mesa diamante gravita outra meia dúzia de mesas que sempre levam nomes de pedras preciosas, como rubi, esmeralda, turmalina e topázio. Nelas, sentam-se os demais executivos de peso dos bancos, ex-presidentes da Febraban, como [Omissis] e [Omissis], e diretores da entidade. Cada uma das mesas é presidida por um executivo.

Neste ano, **a que contava com a presença do diretor de política monetária do Banco Central**, [Omissis], por exemplo, era presidida pelo vice-presidente do Bradesco [Omissis]. **A mesa em que se sentou o diretor de fiscalização do BC**, [Omissis], **era presidida pela vice-presidente do Itaú.** (Negritos adicionados)

Imagem 1 – Foto de encontro anual da Febraban



Fonte: Rafa Rezende Fotografia.¹⁹³

¹⁹³ Disponível em: <http://rafarezende.com.br/rr/panoramica/>. Data de acesso: 27 nov. 2017. O autor agradece ao senhor Rafael Rezende pela disponibilização gratuita da fotografia para inserção no presente trabalho.

A eventual existência até hoje de *mores* corporativos (pré-modernos) no setor financeiro e, conseqüentemente, na sua autorregulação, parece confirmar o que já foi identificado por Levy (1977, p. 485) de que a autorregulação seria uma forma de permanência dentro do contexto republicano de uma prática de feição aristocrática: a existência de segmentos capazes de se autogerir com relativa independência e impermeabilidade em relação à influência do Estado e dos interesses públicos. A permanência deste *ethos* pré-moderno funcionando para a manutenção de hierarquias e estruturas sociais, políticas e de poder econômico sob roupagens modernas de maneira nenhuma pode ser confundida em um Estado democrático de direito como uma espécie de “direito fundamental” à autorregulação ou de *pluralismo* na forma como este conceito é analisado atualmente na academia jurídica nacional. Por todos, ver Volkmer (2001).

3.2.2 O déficit democrático da autorregulação

A autorregulação dos mercados financeiro e de capitais vem sendo estudada na academia jurídica como uma prática inexorável e com pouca reflexão sobre os eventuais efeitos negativos desta prática para os interesses públicos (Dias, 2005) (Zanotta, 2005) (Donaggio, 2016) (Gobbi, 2012) (Trindade e Santos, 2009) (Ferraz, 2010) (Brenneke, 2016). Isso costuma persistir, mesmo após esses autores, regularmente apontarem as supostas *vantagens* e *desvantagens* da autorregulação e listarem algumas situações de conflito de interesses potenciais ou efetivos. Dentre as áreas de potencial conflito de interesses está o fato das associações autorreguladoras do mercado de capitais realizarem ao mesmo tempo a autorregulação, a defesa de interesses perante órgãos governamentais (*lobby*) e a representação corporativa. Ou seja, uma mesma instituição privada, cria regras e aplica punições aos agentes de mercado do setor autorregulado, exerce pressão sobre políticos e órgãos públicos para avançar suas agendas setoriais e interesses corporativos.

Pela análise conduzida na presente pesquisa, a aparente aceitação acrítica da autorregulação pela academia jurídica nacional estaria relacionada com uma quase ausente reflexão sobre o déficit democrático da regulação financeira – como exceção, cita-se Rocha (2004). Uma vez realizado este esforço de aproximação entre a autorregulação e alguma concepção de democracia é possível identificar potenciais óbices à aceitação imediata da legalidade do estabelecimento de regras, supervisão e fiscalização dos mercados financeiro e

de capitais por pessoas jurídicas de direito privado. Especialmente por pessoas jurídicas de direito privado dotadas de significativo poder econômico.

Afirma-se neste sentido porque a criação de regras aplicáveis a terceiros deve estar submetida (além do regime jurídico de direito público, tratado no capítulo anterior) aos controles democráticos a que estão sujeitas a formação das maiorias eletivas. Assim, quando uma associação representativa de interesses corporativos *resolve* estabelecer e aplicar regras para outrem, pode-se ver a tentativa de imputação da vontade de um grupo (sobre outros grupos ou sobre toda a coletividade) por vias transversas aos canais democraticamente legítimos¹⁹⁴ para conformação da vontade social. Sendo assim, inclusive, quando a opção adotada por um determinado grupo autorregulador esteja alinhada com uma determinada concepção de “interesse público” (ou externo à corporação, como por exemplo, nos casos de *overcompliance* ambiental), dado que não é lícito submeter terceiros à vontade de uns sem o devido amparo legal e sem os devidos controles democráticos (Friedman, 1970).

Vale ressaltar que – conforme apontado por Bogossian (2015, p. 103) – não se está aqui assumindo “aspirações democráticas” ou aderindo a “teorias democráticas do direito”, mas acredita-se que, em um estado democrático de direito, conforme propugnado pela CF/88, a análise jurídica *deve* se preocupar e está alinhada com alguma concepção de democracia que a legitime.

3.2.2.1 Formas de *accountability*

Sendo impossível – e, talvez, desnecessário – acabar com a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais por decreto. Haja vista que esta é uma atividade já bastante antiga e resistente a diversas configurações de Estado, de modelos econômicos e da regulação. É preciso que se considerem formas de garantia da legitimação (pela iniciativa ou pelos efeitos) do exercício da autorregulação. Dado que, conforme visto antes, implica exercício de poder de polícia por instituições privadas. Neste caso, devem ser analisados os potenciais mecanismos de *accountability* e controle democrático (ou seja, de controle por terceiros interessados e pelos cidadãos em geral).

¹⁹⁴ Na esfera da legislativa, o devido processo legislativo e a formação de maiorias parlamentares, e, na esfera da regulatória, as contribuições em processos de regulação negociada (*negotiated rulemaking*) ou em audiências ou consultas públicas realizadas por órgãos reguladores estatais (*note-and-comment*).

Neste sentido, uma possibilidade seria a adoção dos seguintes procedimentos para viabilizar o controle democrático e a participação de terceiros interessados, do público em geral, de investidores, de observadores independentes nos procedimentos adotados pela autorregulação dos mercados financeiros e de capitais são relevantes para os interesses públicos:

(a) indicação de membros para ocupar as posições de diretoria das entidades autorreguladoras em lista prévia de nomes enviada para o regulador do mercado de capitais, o qual poderia, mediante o recebimento desta lista, (i) realizar pelo menos uma audiência pública para que os indicados possam ser sabatinados pelos presentes ou, conforme o caso, pelo próprio órgão regulador com base em perguntas que tenham sido previamente enviadas pelos interessados para a autarquia; (ii) dar publicidade e abrir um prazo para manifestação de interessados ou para apresentação de eventuais objeções aos possíveis nomeados.

(b) criação de mecanismos para destituição dos diretores das associações autorreguladoras em caso de comprovado descumprimento de seus deveres funcionais, de abuso de direito ou de utilização desarrazoada do poder disciplinar, em descumprimento de direitos e garantias processuais e materiais dos associados e demais participantes abrangidos pelas regras de autorregulação estabelecidos pelas associações autorreguladoras;

(c) cumprimento voluntário por parte da associação autorreguladora das disposições previstas na lei de acesso à informação, nas mesmas bases em que aplicável ao órgão regulador setorial, metarregulador da autorregulação;

(e) adoção destes mesmos procedimentos de fiscalização para a sociedade autorreguladora de base legal e voluntária;

(f) limitação de atividades que podem ser empreendidas pelas associações autorreguladoras e definição do perfil dos profissionais que podem participar da autorregulação (exemplo, profissionais das áreas de controle, *back office*);¹⁹⁵

(g) adoção de regras para mitigação de conflitos de interesses entre a atuação de determinadas sociedades empresárias e profissionais na autorregulação e na prestação de serviços; e

(h) obrigatoriedade de disponibilização pública das atas das reuniões de diretorias e das deliberações tomadas pelas associações autorreguladoras.

Naturalmente, a lista não é exaustiva, servindo, tão somente, a compor um rol básico de exemplos em que a atuação das associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais pode ser aproximada, disciplinada e exercida em observância de parâmetros mínimos de controle legal e democrático.

Birkinshaw, Lewis e Harden (1990, p. 299), ao pesquisar empiricamente uma série de instituições intermediárias entre o Estado e os indivíduos em atuação na Inglaterra, identificaram que estes autores denominaram de “partes híbridas do Estado”, identificaram dezessete possíveis instrumentos de *accountability* (transparência com prestação de contas e responsabilidade) passíveis de serem aplicados às associações privadas que atuavam com diferentes níveis de envolvimento com o Estado. Dentre os quais, citam-se alguns que podem contribuir para a análise da atuação das associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais:

(a) as demonstrações financeiras de a instituição estar sujeitas a controle por órgão público de auditoria;

(b) a instituição estar sujeita a algum comitê especial parlamentar;

¹⁹⁵ Esta proposta está alinhada com a recomendação feita pelo CADE (2009) na cartilha de prevenção de cartéis em associações e sindicatos. O CADE considera que profissionais das áreas de venda e departamentos comerciais não devem representar as instituições nas reuniões realizadas em associações de classe ou sindicatos (*chinese walls*).

- (c) a existência de procedimentos de recurso contra as decisões tomadas pela instituição, bem como de orientações vindas dos órgãos reguladores públicos;¹⁹⁶
- (d) necessidade de prestação de contas e envio de relatórios de atuação para órgãos reguladores públicos;
- (e) necessidade de prestação de contas e envio de relatório (ou relatórios periódicos) para o Poder Legislativo;
- (f) membros da instituição são eleitos;
- (g) realização de reuniões públicas;
- (h) produção de relatórios públicos, anuais ou periódicos;
- (i) realização de consultas com outros órgãos;
- (j) membros indicados pelo Estado;
- (k) constituição prevista por lei ou ato governamental;
- (l) estabelecimento de procedimentos disciplinares ou de recebimento de reclamações;
- (m) previsão de uma ouvidoria.

A inclusão de instrumentos de *accountability*, tais como os indicados, teria como finalidade fomentar a permeabilidade das associações autorreguladoras a processos de controle democráticos e a interesses públicos (não apenas setoriais, mas de toda a coletividade). Ou seja, visam ao fim e ao cabo buscar a legitimação da atuação das instituições autorreguladoras por meio do aumento de sua “democracia interna”. É neste

¹⁹⁶ No original, os autores o usam o termo *government*, que, traduzido para português, pode se referir tanto à esfera estatal política (*polity*) quanto à esfera da burocracia (*policy*).

sentido que Calatayud (2015, p. 397) considera a necessidade de democratização interna como:

mecanismo de controle corporativo como forma de legitimar a atuação de entidades privadas com prerrogativas de autorregulação. Em um contexto neo-corporativista, esses centros de poder se veem impulsionados progressivamente a submeter-se a mecanismos de prestação de contas que reduzem sua discricionariedade, de forma semelhante ao que tradicionalmente acontece com as agências administrativas.¹⁹⁷

3.2.2.1.1 Papel do órgão regulador setorial

Caso a atuação das associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais seja remodelada em observância de uma série de requisitos de atuação aplicáveis aos órgãos públicos legitimados ao exercício de poderes-deveres de regulação (normativos, executivos e judicantes) e de requisitos adotados para suprir um observado déficit democrático e jurídico da atuação das associações autorreguladoras de mercado de capitais estar-se-ia diante de uma remodelagem institucional, também, na esfera pública. Pois as funções desempenhadas pelo órgão regulador setorial seriam conseqüentemente aprimoradas. Além disso, o foco e o escopo de atuação dos órgãos reguladores estatais dos mercados financeiro e de capitais seriam consideravelmente ampliados, na medida em que se veriam aumentados os aspectos da atuação dos autorreguladores a ser analisados periodicamente pelos órgãos reguladores estatais. Ademais, nesta remodelagem institucional, conforme proposto por Lobel (2004a), o órgão regulador estatal agiria como um orquestrador legal (*legal orchestrator*) a disciplinar, de forma tão próxima quanto possível, a atuação das associações autorreguladoras no exercício de funções normativas, executivas e judicantes. De modo que apenas a realização de encontros e testes periódicos em casos randômicos seria insuficiente para analisar toda a área abrangida pela atuação das entidades autorreguladoras privadas.

Interessante notar, todavia, que a partir da adoção de um modelo de atuação mais pro-ativo na fiscalização, gestão e mediação de conflitos de interesses na autorregulação privada o órgão regulador estatal não necessariamente teria menos trabalho a desempenhar com a adoção de um modelo de regulação embasado na atuação de terceiros privados como espécies de reguladores terceirizados (*surrogate regulators*). Com isso, se verificaria que o argumento

¹⁹⁷ No original: “*mecanismo de control corporativo como a modo de forma de legitimación de la actuación de entidades privadas con prerrogativas de autorregulación. En un contexto neocorporativista, estos focos de poder se han visto progresivamente impelidos a someterse a mecanismos de rendición de cuentas que reduzcan su discrecionalidad, de una manera similar a lo que ocurre tradicionalmente con las agencias administrativas*”.

da exaustão fiscal adotado (inclusive pela CVM, conforme visto) para a defesa de arranjos regulatórios envolvendo estruturas de autorregulação ou correção dificilmente resultaria em redução dos gastos públicos necessários para a implantação e fiscalização da estrutura regulatória estatal. Pois, em vez de regular o setor específico (regulação material), ao Estado caberia regular a atuação dos autorreguladores de forma intensa, conforme defendem Trindade e Santos (2009). Isso porque em tal cenário o regulador não poderia (como parece ser o caso hoje na regulação setorial do mercado de capitais) se sentir exonerado de suas obrigações na regulação a partir do aproveitamento inteligente. Neste sentido, as ineficiências e incapacidades institucionais do Estado regulador também afetariam o arranjo regulatório, na medida em que lhe reduziriam a capacidade de fiscalização.

3.2.2.1.1.1 Orquestrador legal

Conforme Lobel (2004b), em arranjos regulatórios que envolvam a participação de múltiplos agentes (públicos ou privados) é necessária a participação de uma instituição estatal responsável por coordenar a interação de todos os demais no sentido de conferir-lhes unidade na consecução da política pública, o orquestrador legal (*legal orchestrator*). Assim, a atuação deste órgão na “orquestração legal” implicaria coordenação organizada pelos órgãos reguladores dos agentes participantes na elaboração e implementação das políticas públicas (*legal orchestration*). Esta função de orquestrador legal é definida por Schapiro (2010a, p. 37) como a de

um agente que estabelece e dissemina regras de comportamento derivadas de boas práticas adotadas por agentes sociais no nível local. Um estilo de procedimento público aberto a particularidades apresentadas pelos setores privados.

Assim, supõe-se que a falta de um “orquestrador legal” atuando como um centro estratégico na coordenação da atuação das associações autorreguladoras atuantes nos mercados financeiro e de capitais pode significar que a relação entre estas instituições, quando existe, talvez ocorra de maneira esparsa e incompleta na produção de resultados positivos para os interesses públicos, uma vez que depende de contextos, circunstâncias e/ou fatores conjunturais para acontecer, tais como a presença de incentivos, que atingem desigualmente os diferentes tipos de instituições atuantes nos mercados financeiro e de capitais, condições macroeconômicas favoráveis ou da postura proativa dos profissionais integrantes da instituição em relação a problemas ou a pressões sociais específicas que compõem a licença social para operar da instituição do setor ao qual ela representa.

Ademais, a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais e atuais, não necessariamente internalizará em seus procedimentos internos preocupações alinhadas com os objetivos da política pública e da regulação setorial. Haja vista que a obrigação de identificar e planejar a consecução de objetivos e interesses públicos é do Estado. Neste sentido, o Estado poderia tentar converter a atuação das associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais como instrumentos de política, em vez de ter a agenda pública setorial influenciada pelos agentes integrantes do setor regulado.

3.2.2.1.2 Garantia da reflexividade e democracia procedimental na autorregulação

A garantia da adoção de procedimentos para ampliação do acesso e participação de terceiros interessados na elaboração da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais é importante para assegurar (a) a legitimidade democrática da autorregulação e (b) a legalidade do procedimento. Haja vista que a inclusão destes procedimentos, tanto na autorregulação de base legal quanto na voluntária, primária pela qualidade e legitimidade dos meios e dos resultados finais do trabalho realizado por estas associações autorreguladoras.

Ressalta-se que as associações autorreguladoras dos mercados financeiro e de capitais ao não permitirem que terceiros participem tanto nos níveis de elaboração de suas “políticas públicas privadas” quanto no nível de criação e implementação das regras de autorregulação, estaria replicando, na esfera privada ou quase pública, potenciais práticas adversariais e hierárquicas adotadas por órgãos da administração pública, pois estariam funcionando como uma espécie de burocracia privada e, portanto, sujeita às mesmas críticas a que a administração pública está sujeita quando age de modo formalista e burocrático. Porém, com o agravante de estar sujeita, ainda, às eventuais críticas decorrentes de sua natureza jurídica de direito privado (falta de controle público sobre as receitas e os gastos, eficácia horizontal dos direitos fundamentais, conflitos de interesses entre busca do lucro e proteção de interesses públicos etc.).

Desta forma, uma maior legitimidade democrática da atuação destas associações autorreguladoras pode ser obtida por meio da adoção, por parte do regulador estatal (atuando como *legal orchestrator* e mediador de interesses públicos e privados na regulação setorial),

de instrumentos de política pública e regulação que almejassem promover a internalização de preocupações socialmente reflexivas. Este conjunto de proposições, que vem sendo denominado de direito reflexivo (Teubner, 1983) (Nusdeo, 2009) ou responsivo (Selznick, 1980), tem como fundamento uma possível incapacidade do Estado atual em realizar a regulação material substancial dos diversos setores altamente complexos, especializados e mutáveis. Assim, ao Estado não caberia mais a função de regular todos os setores da vida social e, especialmente, econômica buscando fazê-los convergir em torno de um programa (ou plano) comum de desenvolvimento, mas sim cooptar os participantes de tais setores para que eles, por meio de suas próprias lógicas e regras próprias, atuem de forma alinhada com a consecução dos interesses públicos almejados pelo Estado.

Por outro lado, a perspectiva da atuação dos órgãos reguladores dos mercados financeiro e de capitais como orquestradores legais de uma série de agentes participantes da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais poderia aproximar a autorregulação da ideia de democracia procedimental (*procedural democracy*). Nesta perspectiva da democracia, conforme Saffon e Urbinati (2013), não se buscariam, por meio do estabelecimento de procedimentos democráticos, atingir certas finalidades maiores e etéreas atribuídas à democracia. Nesta perspectiva procedimental (*procedural*), a democracia é o próprio procedimento. Ou seja, a democracia será atingida e garantida na medida em que forem definidos procedimentos tão amplos quanto seja necessário para promover a legitimidade da tomada da decisão relevante para os interesses públicos por meio da participação da maior parcela possível dos cidadãos nas medidas regulatórias sociais e econômicas que poderiam vir a ser aprovada ou a lhes afetar. Ressalta-se, a regulação dos mercados financeiro e de capitais impacta sobremaneira a vida de todos os cidadãos de um país, na medida em que determina os níveis de poupança pública, de possibilidade de captação de recursos públicos e privados, de endividamento das famílias e das sociedades empresárias.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo propor uma nova abordagem para a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil. Uma abordagem que levasse em consideração, por um lado, uma maior aproximação entre o fenômeno (de crescente importância) da autorregulação e o sistema jurídico tal qual ele é e não como se poderia gostar que ele fosse. Por outro lado, a proposta de abordagem da autorregulação apresentada no presente trabalho buscou ampliar o debate sobre as repercussões jurídicas da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais no sentido de (na medida do possível) torná-lo menos ingênuo e mais profundo e circunstanciado.

Diz-se, menos ingênuo, para que se passe a considerar que a produção e a fiscalização de regras privadas por meio da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais podem tanto estar alinhadas com a consecução de interesses públicos quanto ser utilizadas como formas de busca de benefícios egoísticos de grupos detentores de poder econômico, social e político em prejuízo de interesses públicos.

Neste sentido, foram propostas duas chaves de análise que se espera úteis para o refinamento da compreensão do fenômeno social, econômico e jurídico da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais. A primeira, da autorregulação como autoridade, buscou analisar as potenciais repercussões jurídicas *positivas* da autorregulação, aproximando-a das formas legais e legítimas de controle social (o Direito, o Estado, a Sociedade). A segunda, da autorregulação como poder, buscou analisar as potenciais repercussões jurídicas *negativas* da autorregulação, aproximando-a das formas ilegais e ilegítimas de dominação social (o abuso de poder econômico e a dominação política sem os devidos controles constitucionais e legitimidade democrática).

A tentativa de aplicação das chaves de análise indicadas permitiu concluir que algumas das supostas vantagens teoricamente defendidas da autorregulação não se verificam na prática atual da autorregulação dos mercados financeiro e de capitais brasileiro: (i) a flexibilidade (já que a autorregulação analisada emula práticas formais adotadas por órgãos públicos), (ii) a liberdade de associação como fundamento da autorregulação (dado que muitos agentes de mercado são obrigados, por razões jurídicas ou econômicas, a aderir à autorregulação), (iii) a redução dos custos com a regulação (pois a adoção de arranjos regulatórios incluindo a

autorregulação como política “pública” não reduz a necessidade de ação estatal, mas a torna mais complexa e lhe muda o foco de ação), (iv) a fiscalização do autorregulador privado pelo regulador estatal (uma vez que a pesquisa demonstrou que parecem existir amplas áreas de retração e descontinuidade na fiscalização dos autorreguladores pelo regulador setorial do mercado de capitais).

A pesquisa realizada também permite concluir que a postura dos órgãos reguladores brasileiros dos mercados financeiro e de capitais no sentido de “chancelar” expressa ou tacitamente a crescente importância da autorregulação como “estratégia” regulatória parece estar descompassada com a prática observada nos países centrais para a análise do tema da autorregulação (EUA e Inglaterra) onde a importância da autorregulação como estratégia regulatória no âmbito nacional parece ter entrado em declínio após a crise de 2008. Deste modo, conclui-se, com base nos achados da pesquisa, que a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil deve ser realinhada no sentido de (i) evitar a atuação de instituições autorreguladoras privadas não supervisionadas pelo órgão regulador setorial (autorregulação voluntária), conforme apontado pela IOSCO (2013); e (ii) evitar a utilização de instrumentos jurídicos contratuais entre a administração pública e os agentes privados para lhes “transferir” o exercício de funções autorregulatórias assessórias à regulação estatal com características indeterminadas de escopo, objeto, meios e instrumentos de atuação e prazo.

A análise realizada no presente trabalho permitiu confirmar a hipótese de que a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, tal como este fenômeno social, político e econômico vem se manifestando atualmente, encontra limites em sua juridicidade. Tais limites estariam tanto na possibilidade da autorregulação ser utilizada como um mecanismo para a prática de ilícitos contra a ordem econômica e financeira quanto na possibilidade da autorregulação, nos moldes atuais, criar uma situação jurídica propícia para a prática de ilícitos (contra a ordem econômica e financeira ou violações a direitos e garantias fundamentais, como a liberdade de empresa e profissão).

A pesquisa realizada permite concluir que a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, nos moldes atuais, parece ser mais uma manifestação do crescente fenômeno de devolução, ou compartilhamento, de funções entre o Estado e a sociedade. Fenômeno observado nas esferas internacional, nacionais e subnacionais. Assim, o direito e a regulação jurídica da economia talvez estejam em um momento irrefreável de transformação de um

modelo *monista, piramidal ou estatocêntrico* para um (ou vários) modelo(s) *pluralista(s), descentralizado(s), policêntrico(s) ou “em rede”*. Não obstante, junto com essa constatação, a pesquisa realizada permite concluir que há uma aparente falta de fricção entre o sistema jurídico vigente e atual e as novas propostas apresentadas (aí incluindo as propostas reunidas sob o rótulo de “nova governança”). Assim, conclui-se, ainda, que a falta desta fricção impediria o próprio avanço do sistema jurídico atual, na medida em que sejam identificados (a) os eventuais pontos que precisam ser mantidos e os pontos que precisam ser descartados ou alterados nessa transformação; e (b) as situações em que o direito e a regulação jurídica da economia são capazes ou incapazes de apresentar soluções para alguns potenciais problemas sociais, políticos e econômicos concretos. Vale ressaltar que a autorregulação, por ser uma aparente zona de interseção entre estas esferas, pode ser um campo fértil de análise e contraposição entre as esferas econômica e política e o sistema jurídico. Por exemplo, no âmbito do presente trabalho, se concluiu que algumas situações de potenciais ou efetivos abusos de *poderes* econômicos ou políticos privados poderiam ser, ou vir a ser, mitigados ou restringidos por meio de instrumentos jurídicos previstos no sistema jurídico vigente no Brasil.

Por fim, ressalta-se que vários pontos observados durante a realização da presente pesquisa não puderam ser aqui abordados, dadas as limitações às quais a presente pesquisa esteve sujeita. Logo, espera-se que o presente trabalho contribua para a formação de uma agenda de pesquisa sobre as repercussões jurídicas, sociais e econômicas da autorregulação. De modo que as futuras pesquisas jurídicas, interdisciplinares e empíricas sobre a autorregulação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil possam vir a confirmar, refutar ou aprimorar vários pontos que apenas puderam ser tangenciados na presente pesquisa. Tais como: (i) Como separar a influência positiva exercida pela autorregulação na formação da agenda pública da regulação setorial (disseminação de boas práticas, assentamento de usos e costumes mercantis) das formas de captura do órgão regulador estatal? (ii) Quais as formas de controle jurídico e democrático sobre a autorregulação que possa melhor se adequar ao caso brasileiro, sendo, ao mesmo tempo, efetivas na proteção de interesses públicos, mas sem paralisar a autorregulação? (iii) Quais são e como se compatibilizam, na regulação da autorregulação, as competências e racionalidades de atuação do órgão regulador setorial e da autoridade da concorrência? (iv) Quais as concepções de Direito, Estado e de Democracia que teriam as capacidades descritiva e normativa suficientes para analisar o poder e a influência que se manifestam por meio autorregulação? (v) Existe consenso amplo o suficiente entre os

juízes e agentes públicos (*officials*) para fundamentar a afirmação que a autorregulação integra definitivamente o sistema jurídico brasileiro? Assim, espera-se que a presente pesquisa tenha contribuído e possa contribuir para a formulação das futuras respostas e perguntas necessárias para a definição do regime jurídico aplicável à autorregulação dos mercados financeiro e de capitais.

BIBLIOGRAFIA

ADACHI, Vanessa. Lugar à Mesa Traduz Hierarquia Bancária. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo: Globo, Caderno Finanças, Edição 1312.2016.

AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito Econômico: Do Direito Nacional ao Direito Supranacional*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ALBUQUERQUE, Roberto de Araújo Chacon de. A Proteção ao Investidor no Código de Governança Corporativo Alemão. *Revista Direito GV*, [Online], v. 4, n. 1, 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1808-24322008000100003&script=sci_arttext>. Acesso em: 13 jul. 2015.

ALMEIDA, José Gabriel Lopes Pires Assis de. A Noção Jurídica de Empresa. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília: Senado Federal, v. 36, n. 143, 1999.

_____. Direito da Concorrência: A Experiência Brasileira e Portuguesa. *Revista Brasileira de Direito Comparado*, Rio de Janeiro: Instituto de Direito Comparado Luso-Brasileiro, n. 32, 2009.

_____. Aspectos da constitucionalidade dos processos sancionadores no âmbito da BM&FBOVESPA Super-visão de Mercados – BSM. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

AMERICAS TRADING SYSTEM BRASIL (ATS). *Autorregulação do Mercado de Capitais Brasileiro*. Apresentação da ATS na audiência pública realizada na Câmara dos Deputados em 15.10.2015. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/americas-clearing-system-01/at_download/file>. Acesso em: 26 nov. 2017.

ANTUNES, José Engrácia. *Os Instrumentos Financeiros*. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2017.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. Supervisão Ministerial das Agências Reguladoras: Limites, Possibilidades e o Parecer AGU AC-051. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 245, 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/view/42129>>. Acesso em: 19 nov. 2017.

_____. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

ARBIX, Glauco. A Dinastia Corporativista. *Tempo Social Revista de Sociologia da USP*, São Paulo: Universidade de São Paulo, v. 8, n. 1, 1996. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ts/v8n1/0103-2070-ts-08-01-0127.pdf>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

ASCARELLI, Tullio. O Empresário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 109, 1998. (Tradução Fábio Konder Comparato).

_____. A Atividade do Empresário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 132, 2003. (Tradução Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França).

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento*. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/codigo-e-documentos.aspx>>. Acesso em: 19 jul. 2015.

AYRES, Ian; BRAITHWAITE, John. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Nova York: Oxford University Press, USA, 1992.

BAGATIN, Andreia Cristina. Teoria da Captura: Explicação Necessária e Suficiente para a Existência de Regulação?. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*, Belo Horizonte: Fórum, n. 28, a. 7, 2009.

_____. *O Problema da Captura das Agências Reguladoras Independentes*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2010.

BAIRD, Douglas G.; GERTNER, Robert H.; PICKER, Randal C. *Game Theory and the Law*. 2. reimpr. Cambridge: Harvard University Press, 1994.

BALDWIN, Robert. *Rules and Government*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

_____. *Understanding Regulation Theory, Strategy, and Practice*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

BIELSCHOWSKY, Raoni Macedo. Notas Sobre a Jusfundamentalidade: Ou Apontamentos Sobre o Problema de Todo Direito Ser Considerado Fundamental. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília: Edições Técnicas do Senado Federal, a. 52, n. 208, 2015.

BINENBOJM, Gustavo. *Poder de Polícia, Ordenação, Regulação: Transformações Político-jurídicas, Econômicas e Institucionais do Direito Administrativo Ordenador*. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

BINGHAM, Lisa Blomgren. Collaborative Governance: Emerging Practices and the Incomplete Legal Frame-work for Public and Stakeholder Voice. *Journal of Dispute Resolution*, Lexington: Washington & Lee Law School, v. 2.009, n. 2, 2006a.

BARCELLOS, Marta. *Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: Depoimentos Inéditos de Personalidades que Marcaram a Trajetória das Bolsas de Valores do País*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010.

BLACK, Julia. Constitutionalising Self-Regulation. *Modern Law Review*, Oxford: Blackwell Publishers, v. 59, n. 1, 1996.

_____. *Rules and Regulators*. Oxford: Oxford University Press, 1997.

_____. Decentring Regulation: Understanding the Role of regulation and Self-regulation in a 'Post-regulatory' World. *Current Legal Problems*, Oxford: Oxford University Press, v. 54, n. 1, 2001.

_____. Procedimentalizando a regulação: parte I. In: MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.); COUTINHO, Diogo Rosenthal; ROCHA, Jean-Paul Cabral Veiga da; PRADO, Mariana Mota; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate europeu*. Tradução Denise Vitale Mendes; revisão Diogo Rosenthal Coutinho. São Paulo: Singular, 2006a.

_____. Procedimentalizando a regulação: parte II. In: MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.); COUTINHO, Diogo Rosenthal; ROCHA, Jean-Paul Cabral Veiga da; PRADO, Mariana Mota; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate europeu*. Tradução Denise Vitale Mendes; revisão Diogo Rosenthal Coutinho São Paulo: Singular, 2006b.

BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADO (BSM). *Autorregulação na BM&FBOVESPA: Supervisão e Enforcement* apresentação da BSM na audiência pública realizada na Câmara dos Deputados em 15.10.2015. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-permanentes/cdeic/apresentacoes-e-arquivos-audiencias-e-seminarios/audiencia-15-de-outubro-de-2015/b-s-m/at_download/file>. Acesso em: 26 nov. 2017.

BOGOSSIAN, André Martins. *Aspectos Conceituais e Descritivos da Regra de Reconhecimento no Direito Brasileiro*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito (orientador Noel Struchiner), Rio de Janeiro, 2015.

BOOZEMAN, Barry. *All Organizations are Public: Bridging Public and Private Organization Theory*. São Francisco: Jossey-Bass Publishing, 1987.

BRAND-BALLARD, Jeffrey. *The Limits of Legality: The Ethics of Lawless Judging*. Nova York: Oxford University Press, 2010.

BRASIL. REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil*. Promulgada em 05.10.1988. Códigos 5 em 1: Constituição Federal, Civil, Processo Civil, Penal, Processo Penal: Legislação Complementar e Súmulas do STF e do STJ. Organização do texto: Jurídica da Editora Manole, 1988. 7. ed. (2009).

_____. PODER LEGISLATIVO. *Lei 6.385, de 07.09.1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União. Seção 1, Atos do Poder Legislativo. Brasília, Distrito Federal. 09.12.1976.

_____. *Lei 10.406, de 10.01.2002*. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Seção 1, Atos do Poder Legislativo. Brasília, Distrito Federal. 11.01.2002.

_____. *Lei 12.529, de 30.11.2011*. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica; altera a Lei 8.137, de 27.12.1990, o Decreto-Lei 3.689, de 03.10.1941 – Código de Processo Penal, e a Lei 7.347, de 24.07.1985; revoga dispositivos da Lei 8.884, de 11.07.1994, e a Lei 9.781, de 19.01.1999; e dá outras providências. Diário Oficial da União. Seção 1, Atos do Poder Legislativo. Brasília, Distrito Federal. 01.01.2011 (retificado em 02.12.2011).

_____. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Consequências da Existência de Instituições Financeiras Exercendo Atividades no Mercado de Valores Mobiliários. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais – RBMEC*, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC, v. 5, n. 15, 1979. Disponível em: <http://ibmec.org.br/instituto/download/revistas-ibmec/Vol-05_n-15_Set-Dez-1979.pdf>.

Acesso em: 19 nov. 2017.

_____. *Instrução CVM 461, de 23.10.2007*. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercado-rias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga as Instruções CVM 42, de 28.02.1985; 179, de 13.02.1992, n. 184, de 19.03.1992; n. 203, de 07.12.1993; n. 263, de 21.05.1997; n. 344, de 17.08.2000; n. 362, de 05.03.2002; n. 379, de 12.11.2002; o art. 6º da Instrução CVM n. 312, de 13.08.1999; os arts. 1º a 14 e 17 da Instrução CVM n. 243, de 01.03.1996, Instrução CVM n. 250, de 14.06.1996; arts. 2º a 7º, *caput* e § 1º do art. 8º, arts. 10, 13, 15 e 16 da Instrução CVM n. 297, de 18.12.1998; o parágrafo único do art. 1º e o art. 3º da Instrução CVM n. 202, de 06.12.1993; e a Deliberação CVM n. 20, de 15.02.1985. Diário Oficial da União. Seção 2, Atos do Poder Executivo. Brasília, Distrito Federal. 24.10.2007 (retificada em 09.12.2009).

_____. *Instrução CVM 497*, de 03.06.2011. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. Diário Oficial da União. Seção 2, Atos do Poder Executivo. Brasília, Distrito Federal. 06.06.2011.

_____. *OfícioCircular/CVM/SMI/N. 004/2012, de 28.09.2012*. Assunto: Entidade Credenciadora de Agentes Autônomos de Investimento Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/circ/smi/oc-smi-0412.htm>>. Acesso em: 19 jul. 2015.

_____. *Convênio que entre si celebram a Comissão de Valores Mobiliários – CVM e a Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões – ACAF*, relativo às operações de incorporação, incorporação de ações, fusão e cisão com incorporação envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, objeto de análise pelo Comitê de Aquisições e Fusões – CAF. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/acaf.pdf>>. Acesso em: 18 nov. 2017.

BRENNEKE, Vanessa Constantino. *Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro: Matizes, Métricas e Modelos*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2016.

BULGARELLI, Waldírio. Comentários: caso CEPALMA. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 24, 1976.

CADAVID, Jorge Mario García; CADAVID, Rodolfo García. *La Observancia de Los Principios Integradores del Debido Proceso en la Función Disciplinaria Adelantada por el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Mestrado em Direito Econômico da Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, 2014.

CAFAGGI, Fabrizio (Ed.). *Reframing Self-Regulation in European Private Law*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2006.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-Plateia*. São Paulo: Almedina, 2011.

CALATAYUD, Manuel Maroto. Autorregulación y legitimidad Corporativa: Democracia Interna y Control Social en Partidos y Empresas. In: JIMÉNEZ, Luis Arroyo; MARTÍN, Adán Nieto (Coords.). *Autorregulación y Sanciones*. 2. ed. Valladolid: Lex Nova, S.A., 2015.

- CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul, MATTOS, Paulo (Coords.). *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.
- CANARIS, Claus-Wilhelm. *Direitos Fundamentais e Direito Privado*. 2. reimpr. da edição de jul. 2003. Tradução de Ingo Wolfgang Sarlet e Paulo Mota Pinto. Coimbra: Almedina, 2009.
- CANOTILHO, José Joaquim Gomes. Relatório sobre programa, conteúdos e métodos de um curso de teoria da legislação. *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, v. LXII, a. 63, 1987.
- _____. Existe um Direito Constitucional da Regulação?. *Revista do Advogado*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 73, a. XXIII, 2003a.
- _____. Estado Adjetivado e Teoria da Constituição. *Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional*, Curitiba: Academia Brasileira de Direito Constitucional, n. 3, 2003b.
- _____. *Brançosos e Interconstitucionalidade. Itinerários dos Discursos sobre a Historicidade Constitucional*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2017.
- CARISTINA, Jean Eduardo Aguiar. Os Modelos Jurídicos na Autorregulação Econômica. *Prisma Jurídico*, São Paulo: Centro Universitário Nove de Julho (Uninove), v. 5, 2006.
- CASHORE, Benjamin; AULD, Graeme; NEWSOM, Deanna. *Governing Through Markets: Forest Certification and the Emergence of Non-State Authority*. New Haven: Yale University Press, 2002.
- CASTRO, Torquato. *Teoria da Situação Jurídica em Direito Privado Nacional*. São Paulo: Saraiva, 1985.
- CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY (CFA INSTITUTE). *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?*. Disponível em: <<https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n7.4819>>. Acesso em: 20 nov. 2017.
- CHEVALLIER, Jacques. La Gouvernance, un Nouveau Paradigme Étatique?. *Revue Française d'Administration Publique*, Paris: Ecole Nationale d'Administration, v. 1, n. 105, 2003.
- _____. *L'état Post-Moderne*. 3. ed. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 2008.
- COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do seu Objeto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 60, a. XXIV, 1979.
- _____. Função Social da Propriedade dos Bens de Produção. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais n. 63, 1986.

_____. Estado, Empresa e Função Social. *Revista dos Tribunais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, a. 85, v. 732, 1996.

_____. Direitos e Deveres Fundamentais em Matéria de Propriedade. *Revista do Ministério Público Rio de Janeiro* (Edição Comemorativa), Rio de Janeiro: Ministério Público, 2015.

COUTINHO, Diogo Rosenthal. O Direito nas Políticas Públicas. In: MARQUES, Eduardo; FARIA, Carlos Aurélio Pimenta (Orgs.). *A Política Pública como Campo Multidisciplinar*. São Paulo e Rio de Janeiro: Unesp e Fiocruz, 2013. v. 1.

_____. O Direito nas Políticas Públicas. In: MARQUES, Eduardo; FARIA, Carlos Aurélio Pimenta (Orgs.). *A Política Pública como Campo Multidisciplinar*. São Paulo e Rio de Janeiro: Unesp e Fiocruz, 2013. v. 1.

_____. *O Estado Administrativo e Aspectos Regulatórios*. palestra proferida em 22.05.2017 no II Encontro Nacional sobre Estado Administrativo: Direitos Fundamentais, Instituições e Mercado realizado na Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=aoME_PmpGp8&t=2905s>. Acesso em: 22 jul. 2017.

CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da. *Poder de Polícia: Delegação a Entes Privados*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2013.

CUSCIANO, Umberto. *Autorregulação e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2009.

CYRINO, André Rodrigues. *Direito Constitucional Regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

DALLARI, Adilson Abreu. Credenciamento. In: MELLO, Celso Antônio Bandeira de (Org.). *Direito Administrativo e Constitucional – Estudos em Homenagem a Geraldo Ataliba*. São Paulo: Malheiros, 1997. v. II.

DAVIES, Howard. The Changing Face of Financial Regulation (SEBI Foundation Day Lecture). *SEBI Bulletin*, Nova Délhi, v. 2, n. 4, 2004.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2005.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Regulação e Autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro: Limites da Autorregulação. *Revista do Instituto do Direito Brasileiro*, Lisboa: Instituto do Direito Brasileiro da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa (IDB-FDUL), n. 12, a. 1, 2012.

DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários: O Caso dos Segmentos Especiais de Listagem da BM&FBovespa*. Tese de Doutorado, sob orientação do Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro, apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2016.

DWIVEDI, D. N. *Essentials of Business Economics*. Nova Délhi: Vikas Publishing, 2009.

ECO, Umberto. *Como se Faz uma Tese*. 22. ed. Tradução de Gilson Cesar Cardoso de Souza. São Paulo: Perspectiva, 2009.

EISNER, Marc Allen. Private environmental governance in hard times: markets for virtue and the dynamics of regulatory change. *Theoretical Inquiries in Law*, Tel Aviv: Tel Aviv University, v. 12, n. 2, 2011.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), 1977.

_____. Autorregulação: Perspectivas Após o ‘Caso Cepalma’. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), n. 13, 1979a.

_____. Bolsa de Valores – Competência Fiscalizadora das Operações Bolsísticas – Lei 4.728/65. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro (Seção de Jurisprudência)*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, 1979b.

_____. Alcance da Responsabilidade das Bolsas de Valores. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), n. 20, 1981.

_____. Regulação e Autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 48, 1982.

EIZIRIK, Nelson Laks; CASTRO, Hélio O. Portocarrero de. *Regulação e Controle do Mercado de Capitais (O papel da SEC na experiência norte-americana)*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), 1974.

EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENDERLE, Rogério; GUERRERO, Glaison. *Herança Patrimonialista na Burocracia Estatal do Brasil: Path Dependence Patrimonialista e a Falta da Autonomia Enraizada do Estado Brasileiro*. Disponível em: <[http:// www.boletimdeconjuntura.ufpr.br/XI_ANPEC-](http://www.boletimdeconjuntura.ufpr.br/XI_ANPEC-)

Sul/artigos_pdf/a1/ANPEC-Sul-A1-02-a_heranca_patrimonialist.pdf>. Acesso em: 12 jul. 2015.

ESCOLA DE DIREITO DO RIO DE JANEIRO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV DIREITO RIO). *Direito Econômico Regulatório*. Rio de Janeiro: FGV, 2008. v. I.

_____. *Direito Econômico Regulatório*. Rio de Janeiro: FGV. v. II.

ESTORNINHO, Maria João. *A Fuga para o Direito Privado*. 2. reimpr. Coimbra: Almedina, 2009.

_____. *A Fuga para o Direito Privado*. Coimbra: Almedina.

ESTY, Daniel C. Toward Optimal Environmental Governance. *New York University Law Review*, Nova York: New York University School of Law, v. 74, n. 6, 1999.

FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido. Teoria Econômica, Oligopólios e Política Antitruste. *Revista de Direito da Concorrência*, Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, n. 6, 2005.

FERRARI, Isabela Rossi Cortes. *A Abertura da Regulação aos Agentes Privados: Alguns insights sobre a autocertificação à luz da teoria da autorregulação*. Artigo apresentado como requisito parcial para aprovação no Grupo de Pesquisa em Regulação coordenado pelo Prof. Alexandre Santos de Aragão no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, Rio de Janeiro. (não publicado), 2015.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *A Autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro: A Coordenação do Mercado por Entidades Profissionais Privadas*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Belo Horizonte, 2012.

_____. O Papel da Anbima na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo; VERSI-ANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FERRAZ JUNIOR, Tércio S.; SALOMÃO FILHO, Calixto; NUSDEO, Fábio (Orgs.). *Poder Econômico – Direito, Pobreza, Violência e Corrupção*. São Paulo: Manole, 2009.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1963. v. 11.

FIGUEIREDO, Antônio Alves; SOUZA, Soraia Riva Goudinho de. *Como Elaborar Projetos, Monografias, Dissertações e Teses*. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

FONSECA, João Bosco Leopoldino da Fonseca (Org.). *Temas de Direito da Concorrência*. Belo Horizonte: Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, 2005.

FRANCESCHINI, Jose Inácio Gonzaga. *Direito da Concorrência: Case Law*. São Paulo: Singular, 2000.

FRANCO, Julia Damazio de Barroso. *A Autorregulação no Mercado de Capitais Brasileiro*. Monografia de conclusão do curso de direito apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC Rio, Rio de Janeiro, 2008.

FREEMAN, Jody. Collaborative Governance in the Administrative State. *UCLA Law Review*, Angeles: University of Califórnia, Los Angeles, v. 45, n. 1, 1997.

_____. *Private Parties, Public Functions and the New Administrative Law*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/99052401.pdf?abstractid=165988&mirid=1>>. Acesso em: 12 jul. 2015.

_____. The Private Role in Public Governance. *New York University Law Review*, Nova York: New York University School of Law, v. 75, n. 3, 2000a.

_____. The Contracting State. *Florida State University Law Review*, Tallahassee: Florida State University College of Law, v. 28, n. 1, 2000b.

_____. Extending Public Law Norms Through Privatization. *Harvard Law Review*, Cambridge: Harvard Law School, v. 116, n. 5, 2003.

_____. The Obama Administration's National Auto Policy: Lessons From the Car Deal. *Harvard Environmental Law Review*, Cambridge: Harvard Law School, v. 35, n. 1, 2011.

FREEMAN, Jody; ROSSI, Jim. *Agency Coordination in Shared Regulatory Space*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1778363###>. Acesso em: 12 jul. 2015.

FREIRE, André Luiz. Apontamentos sobre as funções estatais. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 248, 2008.

FREIRE, Laudelino. *Grande e Novíssimo Dicionário da Língua Portuguesa*. 3. ed. Rio de Janeiro: Livraria José Olympio, 1957. v. V.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*, 13 de setembro. Nova York: The New York Times Company, EUA, 1970. Disponível em: <<https://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL/BANCO MUNDIAL (FMI/BM). *Financial Sector Assessment Program Brazil IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation Detailed Assessment of Implementation*. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/15973>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

GARCIA JUNIOR, Renê. Os Fundamentos Econômicos para uma Teoria da Regulação em Mercados de Capitais em Processo de Globalização. *Revista da CVM*, Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários – CVM, n. 34, 2002.

GARDELLA, Maria Mercè Darnaculleta. *Autorregulación y Derecho Público: La Autorregulación Regulada*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, SA., 2005.

_____. Autorregulación, Sanciones Administrativas y Sanciones Disciplinarias. In: JIMÉNEZ, Luis Arroyo; MARTÍN, Adán Nieto (Coords.). *Autorregulación y Sanciones*. Valladolid: Lex Nova, S.A., 2008.

_____. La Autorregulación y Sus Fórmulas como Instrumentos de Regulación de la Economía. In: MACHA-DO, Santiago Muñoz; PARDO, José Esteve (Coords.). *Fundamentos e Instituciones de la Regulación*. Madrid: Iustel, 2009a.

_____. La Recepción y Desarrollo de Los Conceptos y Fórmulas de Regulación. El Debate en la República Federal Alemana. In: MACHADO, Santiago Muñoz; PARDO, José Esteve (Coords.). *Fundamentos e Instituciones de la Regulación*. Madrid: Iustel, 2009b.

_____. Los Instrumentos Normativos de Regulación Bancaria en el Sistema de Fuentes del Derecho. In: ARMENDÁRIZ, Maria Amparo Salvador (Dir.). *Regulación bancaria: transformaciones y Estado de Derecho*. Madrid: Thomson Reuters-Aranzadi, 2015a.

_____. Autorregulación Normativa y Derecho en la Globalización. In: GARDELLA, Maria Mercè Darnaculleta; PARDO, José Esteve; DÖHMANN, Indra Spiecker Genannt (Coords.). *Estrategias del Derecho Ante la Incertidumbre y La Globalización*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, SA., 2015b.

GARDELLA, Maria Mercè Darnaculleta; BOHÓRQUEZ, Rosario Leñero. Crisis Financiera y Crisis Democrática: La Regulación Financiera Internacional Mediante Redes de Supervisores. In: HUETOS, Antonio B. Perdices; CASTELLS, Andrés Juan Recalde; MARTI, Ignacio Tirado (Coords.). *Crisis y Reforma del Sistema Financiero*. Madrid: Editorial Thomson Reuters-Aranzadi, 2014.

GAULTIER-GAILLARD, Sophie; LOUISTOT; Jean-Paul. Risks to Reputation: a Global Approach. *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, Hampshire: Palgrave Mcmillan Ltd., v. 31, 2006.

GOBBI, Juliana Vianna Lacreata. *Exequibilidade das Decisões Proferidas no Âmbito dos Processos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

GOLDBERG, Daniel Kreppel. *Poder de Compra e Política Antitruste*. São Paulo: Singular, 2006.

GONÇALVES, Arlindo. O conceito de governança. *XV Congresso Nacional do CONPEDI/UEA*. Manaus: Anais de Congresso. Disponível em: <http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/conceito_de_governanca.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2017.

GONÇALVES, Pedro. *Entidades Privadas com Poderes Públicos: O Exercício de Poderes Públicos de Autoridade por Entidades Privadas com Funções Administrativas*. Coimbra: Almedina, 2005.

GRABOSKY, Peter Nils. *Green Markets: Environmental Regulation by the Private Sector*. *Law and Policy*, Oxford: Blackwell Publishers, v. 16, n. 4, 1994.

_____. Using Non-Governmental Resources to Foster Regulatory Compliance. *Governance: An International Journal of Policy and Administration*, Oxford: Blackwell Publishers, v. 8, n. 4, 1995.

GREVE, Michael S.; SMITH, JR, Fred L. (Eds.). *Environmental Politics: Public Costs, Private Rewards*. Nova York: Praeger Publishers, 1992.

GUERRA, Sérgio. *Organização Administrativa Brasileira: Quadro Atual e Propostas Acerca da Estruturação de Entidades Vocacionadas ao Desenvolvimento de Políticas de Estado, não subordinadas ao Poder Público Central*. Relatório final apresentado à Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas – EBAPE da Fundação Getulio Vargas – FGV para a conclusão de Programa de Pós-Doutorado em Administração, Rio de Janeiro, 2011.

_____. *Agências Reguladoras: da Organização Administrativa Piramidal à Governança em Rede*. Belo Horizonte: Fórum, 2012.

GUNNINGHAM, Neil. *Negotiated Non-Compliance: a Case Study of Regulatory Failure*. *Law and Policy*, Buffalo: Basil Blackwell, v. 9, n. 1, 1987.

_____; GRABOSKY, Peter Nils; SINCLAIR, Darren. *Smart Regulation: Designing Environmental Policy*. Nova York: Oxford University Press, USA, 1999.

_____; PHILLIPSON, Martin; GRABOSKY, Peter Nils. Harnessing Third Parties as Surrogate Regulators: Achieving Environmental Outcomes by Alternative Means. *Business Strategy and the Environment*, v. 8, n. 4, 1999. Disponível em: <<http://www.greeneconomics.net/Gun-3rdParties.pdf>>. Acesso em: 12 jul. 2015

_____; KAGAN, Robert; THORNTON, Dorothy. Social License and Environmental Protection: Why Businesses Go Beyond Compliance. *Law and Social Inquiry*, Chicago: American Bar Foundation, v. 29, n. 2, 2004.

GUNNINGHAM, Neil; SINCLAIR, Darren. Smart regulation. In: DRAHOS, Peter (Editor). *Regulatory Theory: Foundations And Applications*. Acton: The Australian National University – ANU Press, Austrália, 2017.

GRABER, Christoph B.; TEUBNER, Gunther. Art and Money: Constitutional Rights in the Private Sphere?. *Oxford Journal of Legal Studies*, v. 18, 1998. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1345084>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

GRAU, Eros Roberto. Atividade Econômica e Regulação. *Revista da Academia Brasileira de Direito Consti-tucional*, Curitiba: Academia Brasileira de Direito Constitucional, n. 3, 2003.

IANONI, Marcos. *O Lobby dos Bancos no Brasil: Um Estudo Sobre a Febraban Vis à Vis o Estado* (Trabalho apresentado em Congresso), 2012. Disponível em: <<https://www.pdfFiller.com/jsfiller-desk2/?projectId=146706907&expId=2730&expBranch=1#de397b7e9b2a4ee98e7f9065acad8215>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

_____. Interesses financeiros e captura do Estado no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 37, n. 2, 2017.

_____. Interesses financeiros e captura do Estado no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 37, n. 2, 2017.

HART, Herbert L. A. *O Conceito de Direito*. 5. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbekian, 2007.

HARTER, Philip J. Negotiating Regulations: A Cure for Malaise. *Georgetown Law Journal*, Washington, DC: Georgetown University Law Center, v. 71, n. 1, 1982.

HAURIOU, Maurice. L'Institution et le Droit Statutaire. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo: Almedina, v. 4, 2016. (Tradução de Evandro Fernandes Pontes).

HENRIQUES, Marcos de Freitas. *A Autorregulação do Mercado de Capitais pela BSM*. Palestra proferida em 28.06.2017 no Seminário Autorregulação de Mercado: Limites e Possibilidades realizado no Instituto dos Advogados Brasileiros. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=Wjee21LYDSM&t=62s>>. Acesso em: 29 jul. 2017.

HIRSCH, Dennis D. Green Business And the Importance of Reflexive Law: What Michael Porter Didn't Say. *Administrative Law Review*, Washington, DC: Washington College of Law, American University, v. 62, n. 4, 2010.

HOLANDA, Aurélio Buarque de. *Miniaurélio: o minidicionário da língua portuguesa*. 7. ed. Curitiba: Positivo, 2008.

HORSFIELD-BRADBURY, John. *Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK*. Disponível em: <<http://>

www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/Brudney2008_Horsfield-Bradbury.pdf>.

Acesso em: 12 jul. 2015.

JORDÃO, Eduardo Ferreira. *Restrições Regulatórias à Concorrência*. Belo Horizonte: Fórum, 2009a.

_____. O Direito Antitruste e o Controle do Lobby por Regulação Restritiva da Concorrência. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*, Belo Horizonte: Fórum, n. 25, a. 7, 2009b.

KAPLOW, Louis. On the Relevance of Market Power. *Harvard Law Review*, Cambridge: Harvard Law School, v. 130, n. 5, 2017.

KARKKAINEN, Bradley C. New Governance' in Legal Thought and In the World: Some Splitting as Antidote To Over-zealous Lumping. *Minnesota Law Review*, Minneapolis: University of Minnesota School of Law, v. 89, n. 2, 2004.

KARMEL, Roberta S. Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations Be Considered Government Agencies?. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Stanford: Stanford University, v. 14, n. 1, 2008.

KLEIN, Aline Lícia. O Poder de Polícia e os Poderes Privados. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.); KLEIN, Aline Lícia; MARQUES NETO, Floriano de Azevedo (Orgs.). *Tratado de Direito Administrativo: Funções Administrativas do Estado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. v. 4.

LEE, Ruben. *Running the World's Markets: The Governance of Financial Infrastructure*. Nova Jersey: Oxford University Press, USA, 2011.

LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), 1977.

_____. Autorregulação: Novidade de 100 anos. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais – RBMEC*, v. 5, n. 13, 1979.

LIMA JUNIOR, João Manoel de; ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. A Incidência das Normas Emanadas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nas Companhias Fechadas e Outros Tipos Societários. *XXVI Congresso Nacional do CONPEDI*, Brasília: Anais de Congresso, 2017. Disponível em: <<https://www.conpedi.org.br/publicacoes/roj0xn13/1v8707b4/K5y2C7uG35uD7G6L.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

LIMA JUNIOR, João Manoel de. *Regulação Financeira e Sustentabilidade: Cooperação, Colaboração e Intersetorialidade entre o Sistema Financeiro e a Proteção Ambiental*. Curitiba: Juruá, 2017.

LOBEL, Orly. The Renew Deal: the Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought. *Minnesota Law Review*, Minneapolis: University of Minnesota School of Law, v. 89, n. 2 2004a.

_____. The Renew Deal: the Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought. *Minnesota Law Review*, Minneapolis: University of Minnesota School of Law, v. 89, n. 2, 2004b.

_____. Setting the Agenda for New Governance Research. *Minnesota Law Review*, Minneapolis: University of Minnesota School of Law, v. 89, n. 2, 2004b.

LOBO, Jorge. Publicização do Direito Comercial. *Revista do Ministério Público do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro: Ministério Público do Rio de Janeiro, n. 60, 2016.

LOPES, José Reinaldo Lima. Regla y Compás, o Metodología para un Trabajo Jurídico Sensato. In: COURTIS, Christian (Org.). *Ensayos sobre Metodología de La Investigación Jurídica*. Madrid: Trotta, 2006.

LUCAS, Laís Machado. Códigos de Condutas Empresariais: Um Ensaio de Qualificação Jurídica. *XVIII Con-gresso Nacional do CONPEDI*, São Paulo: Anais de Congresso, 2009. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/conpedi/manaus/arquivos/Anais/sao_paulo/2104.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2017.

LUCCA, Newton de. As Bolsas de Valores e os Valores Mobiliários. *Revista do Tribunal Federal da 3ª Região*, São Paulo: Tribunal Regional Federal da 3ª Região, n. 35, 1988.

LUKES, Steven. *Power: A Radical View*. 2. ed. Londres: Palgrave Macmillan, Inglaterra, 2005.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Metodologia Científica*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARQUES, Maria Manuel Leitão; ALMEIDA, João Paulo Simões; FORTE, André Matos. *Concorrência e Regulação: A Relação entre as Autoridades da Concorrência e as Autoridades de Regulação Setorial*. Coim-bra: Coimbra, 2005.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. A contratação de Particulares para Suporte de Atividade Regulatória Estatal. *Revista Trimestral de Direito Público*, São Paulo: Malheiros, n. 25, 2006.

_____. Limites à Abrangência e à Intensidade da Regulação Estatal. *Revista Eletrônica de Direito Admi-nistrativo Econômico – REDAE*, Salvador: Instituto de Direito Público da Bahia, n. 4, 1999. Disponível em: <www.direitodoestado.com.br>. Acesso em: 12 jul. 2015.

_____. Regulação Estatal e Autorregulação na Economia Contemporânea. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*, Belo Horizonte: Fórum, n. 33, a. 9, 2011.

_____. Interesses Públicos e Privados na Atividade Estatal de Regulação. In: MARRARA, Thiago (Org.). *Princípios de Direito Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2012.

MARRARA, Thiago. O Exercício de Poder de Polícia por Particulares. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, v. 269, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Natureza Jurídica das Atividades das Bolsas de Valores. *Revista dos Tribunais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, a. 75, v. 503, 1986.

_____. Natureza Jurídica das Atividades das Bolsas de Valores. *Revista dos Tribunais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, a. 75, v. 503.

MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto Regulação. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 228, 2002.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores. *Revista de Direito Público*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 81, 1987.

_____. Serviço Público e Poder de Polícia: Concessão e Delegação. *Revista Eletrônica de Direito do Estado*, n. 7, 2006. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com/revista/REDE-7-JULHO-CELSONIO.pdf>>. Acesso em: 12 jul. 2015.

MICHAEL, Douglas C. The Use of Audited Self-Regulation as a Regulatory Technique. *Administrative Law Review*, Washington, DC: American University Washington College of Law, v. 47, n. 171, 1995.

MIGUEL, Luiz Felipe Hadlich. *A Remuneração do Particular na Execução de Atividades Públicas*. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2014.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de Direito Privado: Parte Geral*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012a. t. I. (atualização Judith Martins-Costa; Gustavo Luís da Cruz e Jorge Cesa Ferreira da Silva).

_____. *Tratado de Direito Privado: Direito das Obrigações: Mútuo. Mútuo a risco. Contrato de conta corrente. Abertura de crédito. Assinção e Acreditivo. Depósito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012b. t. LII. (atualização Judith Martins-Costa; Gustavo Luís da Cruz e Jorge Cesa Ferreira da Silva).

MIRANDA, Jorge. *Teoria do Estado e da Constituição*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

MOCKLE, Daniel. La Gouvernance Publique et le Droit. *Les Cahiers de Droit*, Montreal: Université Laval, n. 47, 2010.

- _____. La Constitutionnalisation des Mécanismes et des Principes de Bon Gouvernement en Perspective Comparée. *Les Cahiers de Droit*, Montreal: Université Laval, n. 51, 2006.
- MORAN, Michael. *The Politics of Financial Services Revolution: The USA, UK and Japan*. Londres: Macmillan, 1991.
- MOREIRA, Vital Martins. *Autorregulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997.
- _____; LIMA, Luís Vale. Autorregulação Profissional Oficial: O Caso dos Corretores de Seguros no Brasil. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*, Belo Horizonte: Fórum, n. 39, v. 10, 2012.
- MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo (Coord.). *Uma Avaliação das Tendências Contemporâneas do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003a.
- _____. *Direito Regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003b.
- _____. *Curso de Direito Administrativo: Parte Introdutória, Parte Geral e Parte Especial*. 14. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.
- _____. *Mutações do Direito Administrativo*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- _____. *Curso de Direito Administrativo: Parte Introdutória, Parte Geral, Parte Especial*. 16. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.
- MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo; GARCIA, Flávio Amaral. A Principiologia no Direito Administrativo Sancionador. *Revista Eletrônica de Direito do Estado*, n. 37, 2014, Disponível em: <<http://www.direito.doestado.com/revista/REDE-37-JAN-2014-FLAVIO-AMARAL-DIOGO-NETO.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2017.
- NEVES, Nilton. *Funcionamento do Mercado: Plataforma de Negociação Eletrônica*. Palestra proferida em 29.01.2018 no TOP XIX Programa de Treinamento de Professores organizado pela Comissão de Valores Mobiliários e pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa Balcão, 2018.
- NUSDEO, Fábio. Autorregulação em Direito Econômico. In: ACCIOLY, Elizabeth (Org.). *Direito no Século XXI*. Curitiba: Juruá, 2009.
- OGUS, Anthony. Rethinking Self-Regulation. *Oxford Journal Legal Studies*, Oxford: Oxford University Press, v. 15, n. 1, 1995.
- OLIVEIRA, Luciano. Não Fale do Código de Hammurabi! A Pesquisa Sociojurídica na Pós-Graduação em Direito. In: OLIVEIRA, Luciano. *Sua excelência o comissário e outros ensaios de sociologia jurídica*. Rio de Janeiro: Letra Legal, 2004.
- OLIVIERI, Cecília. Política, Burocracia e Redes Sociais: As Nomeações para o Alto Escalão do Banco Central do Brasil. *Revista de Sociologia e Política*, Curitiba: Universidade Federal do Paraná, n. 29, 2007.

OMAROVA, Saule T. Wall Street as Community of Fate: Toward Financial industry Self-Regulation. *University of Pennsylvania Law Review*, Filadélfia: University of Pennsylvania Law School, v. 159, 2011.

OST, François; KERCHOVE, Michel Van de. *De La Pyramide au Réseu? Pour Une Theorie Dialectique du Droit*. Bruxelas: Publications des Facultés Universitaires Saint-Louis, 2002.

OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2003.

OXERA CONSULTING LTD. (OXERA). *Quais Seriam os Custos e Benefícios para Mudar a Estrutura Competitiva do Mercado para Serviços de Negociação e Pós-negociação em Brasil?*. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf>. Acesso em: 29 nov. 2017.

PAES, José Eduardo Sabo. *Fundações e Entidades de Interesse Social: Aspectos Jurídicos, Administrativos, Contábeis e Tributários*. 26. ed. Brasília: Brasília Jurídica, 2003.

PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Atuação Administrativa Consensual: Estudos dos Acordos Substitutivos no Processo Administrativo Sancionador*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2010.

PARKER, Christine. Meta-Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility? In: MCBARNET, Doreen; VOICULESCU, Aurora; CAMPBELL, Tom (Coords.). *The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2007.

_____. Pluralization of Regulation. *Theoretical Inquiries in Law*, Berlim: Walter de Gruyter GmbH & Co. KG, v. 9, n. 2, 2011.

PELUSO, Washington. O Neoliberalismo na Constituição de 1988. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais*, Brasília: Senado Federal, n. 33, 1991a. 1991b.

_____. Repressão ao Abuso do Poder Econômico e Direitos Humanos. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília: Senado Federal, n. 112, a. 28, 1991b.

PELTZMAN, Sam. A Teoria Econômica da Regulação Depois de uma Década de Desregulação. In: MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.); COUTINHO, Diogo Rosenthal; ROCHA, Jean-Paul Cabral Veiga da; PRADO, Mariana Mota; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate americano*. Tradução de Tiago Cortez. São Paulo: Singular, 2004.

PEREIRA, Flávio Henrique Unes. *Regulação, Fiscalização e Sanção: Fundamentos e Requisitos da Delegação de Exercício do Poder de Polícia Administrativa a Particulares*. Belo Horizonte: Fórum, 2013.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações*. Coimbra: Almedina, 2013.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella di. Legalidade e Regulação. *Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional*, Curitiba: Academia Brasileira de Direito Constitucional, n. 3, 2003.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação Sistêmica e Prudencial no Setor Bancário Brasileiro*. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2011.

PIRES, Roberto Rocha Coelho. Intersectorialidade, Descentralização e Participação: Novas Estruturas para um Estado Mais Próximo do Cidadão. *Anais do XXVI Encontro da Anpad (EnANPAD 2002)* realizado pela Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ANPAD) de 22 a 25.09.2002 em Salvador, Bahia, 2002. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2002/GPG/2002_GPG515.pdf>. Acesso em: 19 jul. 2015.

POLLACK, Irving M. A Autorregulação do Ponto de Vista de uma Agência Governamental de Regulação. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), v. 5, n. 13, 1979.

POSNER, Richard Allen. Teorias da Regulação Econômica. In: MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.); COUTINHO, Diogo Rosenthal; ROCHA, Jean-Paul Cabral Veiga da; PRADO, Mariana Mota; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate americano*. Tradução de Mariana Mota Prado. São Paulo: Singular, 2004.

_____. Sobre o Recebimento da Medalha Ronald H. Coase: Incerteza, a Crise Econômica e o Futuro do Direito e Economia. In: PORTO, Antônio José Maristrello; GONÇALVES, Antônio Carlos Porto; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro (Coords.). *Regulação Financeira para Advogados*. Rio de Janeiro: Elsevier e FGV, 2012.

ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. *A Capacidade Normativa de Conjuntura no Direito Econômico: O Déficit Democrático da Regulação Financeira*. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2004.

ROMAN, Flávio José. *Discricionariedade Técnica na Regulação Econômica*. São Paulo: Saraiva, 2010.

- ROSA Luis Fernando Franceschini da. *Standards de Regulação Financeira Internacional*. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2003.
- ROSE-ACKERMAN, Susan. Consensus *Versus* Incentives: a Skeptical Look at Regulatory Negotiation. *Duke Law Journal*, Durham: Duke University School of Law, v. 43, n. 6, 1994.
- _____. Regulation and Public Law in Comparative Perspective. *University of Toronto Law Journal*, Toronto: University of Toronto Faculty of Law, v. 60, n. 2, 2010.
- ROSE, Nikolas; MILLER, Peter. Political Power Beyond the State: Problematics of Government. *British Journal of Sociology*, Londres: London School of Economics, v. 43, n. 2, 1992.
- RUDDER, Catherine E. Private Governance as Public Policy: a Paradigmatic Shift. *The Journal of Politics*, Nova York: Cambridge University Press, v. 70, n. 4, 2008.
- SABEL, Charles F.; SIMON, William H. *Contextualizing Regimes: Institutionalization as a Response to the Limits of Interpretation and Policy Engineering*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2034501>. Acesso em: 12 jul. 2015.
- SADDY, André. *Regulação Estatal, Autorregulação Privada e Códigos de Conduta e Boas Práticas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015.
- SAFFON, Maria Paula; URBINATI, Nadia. Procedural Democracy, the Bulwark of Equal Liberty. *Political Theory*, Bristol: SAGE Publications, v. 41, n. 3, 2013.
- SALAMON, Lester. (Ed.) *The Tools of Government: A Guide to the New Governance*. Nova York: Oxford University Press, USA, 2002.
- SALLES, Pedro Amaral. *A Função Coercitiva da Cláusula Penal e uma Crítica ao art. 412 do Código Civil de 2002*. São Paulo: Almedina, 2015.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.
- SANDRONI, Paulo. *Dicionário de Administração e Finanças*. Rio de Janeiro: Record, 2000.
- SANTACRUZ, Ruy. Fundamentos Econômicos da Regulação Pública dos Mercados. *Revista Arché Interdisciplinar*, Rio de Janeiro: Universidade Cândido Mendes, v. 10, n. 29, 2001.
- SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de. Regulação Boa Chega Atrasada. (Entrevista). *Revista Capital Aberto*, São Paulo: Capital Aberto, n. 85, 2010. (Edição bimestral).
- SANTI, Eurico M. D. de; CANADO, Vanessa Rahal; PEIXOTO, Daniel Monteiro (Orgs.). *Curso de Direito Tributário e Finanças Públicas – Do Fato à Norma, da Realidade ao Conceito Jurídico*. São Paulo: Sarai-va, 2007.

_____. *Kafka, Alienação e Deformidades da Legalidade*. São Paulo: Thomson Reuters; Revista dos Tribunais, 2014.

SARMENTO, Daniel. *Direitos Fundamentais e Relações Privadas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.

SCHAPIRO, Mário Gomes (Org.). Governança Administrativa, Dinâmica Institucional e Financiamento Industrial no Brasil: Novos Parâmetros, Velhos Problemas. *Artigos Direito GV (Working Papers)*, n. 55 (maio), 2010a. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/6617>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

_____. *Direito Econômico Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2010b.

SCHMITTER, Philippe C. Community, Market, State-and Associations? The Prospective Contribution of Interest Governance to Social Order. *European Sociological Review*, Oxford: Oxford University Press, v. 1, n. 2, 1985.

SCHAUER, Frederick. The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards. *The Journal of Contemporary Legal Issues*, San Diego: University of San Diego School of Law, v. 14, 2005.

SCHUARTZ, Luis Fernando. Acordos entre Concorrentes e Ilícito. In: POSSAS, Mário Luiz (Org.). *Ensaio sobre Economia e Direito da Concorrência*. São Paulo: Singular, 2002a.

_____. O Direito da Concorrência e Seus Fundamentos. In: POSSAS, Mário Luiz (Org.). *Ensaio sobre Economia e Direito da Concorrência*. São Paulo: Singular, 2002b.

_____. Quando o Bom é o Melhor Amigo do Ótimo. A Autonomia do Direito perante a Economia e a Política da Concorrência. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 245, 2007.

_____. *A Desconstitucionalização do Direito de Defesa da Concorrência*. Disponível em: <http://academico.direito-rio.fgv.br/ccmw/images/e/e0/Schuartz_-_Desconstitucionaliza%C3%A7%C3%A3o.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2015.

SILVA, Bruno Boquimpani. *A autorregulação: delineamento de um modelo policêntrico de regulação jurídica*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, Rio de Janeiro, 2010.

_____. Autorregulação e direitos fundamentais. *Revista Brasileira de Estudos Constitucionais – RBEC*, Belo Horizonte: Forum, n. 21, a. 6, 2012.

_____. *A Autorregulação e o Direito Constitucional*. Palestra proferida em 28.06.2017 no Seminário Autorregulação de Mercado: Limites e Possibilidades realizado no Instituto dos

- Advogados Brasileiros. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=Wjee21LYDSM&t=62s>>. Acesso em: 29 jul. 2017.
- SILVA, Luis Virgílio Afonso. Direitos Fundamentais e Relações entre Particulares. *Revista Direito GV*, São Paulo: FGV Direito SP, v. 1, n. 1, 2005a
- _____. *A Constitucionalização do Direito: Os Direitos Fundamentais nas Relações entre Particulares*. São Paulo: Malheiros, 2005b.
- SIMMONS, Randy T. *Beyond politics: the roots of government failure*. 2. ed. Oakland, CA, EUA: The Independent Institute, 2011.
- SOARES, Maurício Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários: Instrumentos de Regulação e de Autorregulação*. Belo Horizonte: Juarez de Oliveira, 2003.
- SOLA, Lourdes; GARMAN, Christopher; MARQUES, Moises. Central Banking, Democratic Governance and Political Authority: The Case of Brazil in a Comparative Perspective. *Revista de Economia Política*, São Paulo: Editora 34, v. 18, n. 2 (70), 1998.
- SOLOMON, Jason M. *New Governance, Preemptive Self-Regulation, and the Blurring of Boundaries in Regulatory Theory and Practice*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1758746>. Acesso em: 12 jul. 2015.
- SOUTO, Marcus Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.
- _____. Função Regulatória. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico – REDAE*, Salvador: Instituto de Direito Público da Bahia, n. 13, 2008. Disponível em: <www.direitodoestado.com.br>. Acesso em: 23 jul. 2017.
- STIGLER, George Joseph. A Teoria da Regulação Econômica. In: MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.); COUTINHO, Diogo Rosenthal; ROCHA, Jean-Paul Cabral Veiga da; PRADO, Mariana Mota; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate americano*. Tradução de Emerson Fabiani. São Paulo: Singular, 2004.
- STEINMETZ, Wilson. *A Vinculação dos Particulares a Direitos Fundamentais*. São Paulo: Malheiros, 2004.
- STREECK, Wolfgang; SCHMITTER, Philippe C. *Private Interest Government: Beyond Market and State*. Bristol: SAGE Publications, 1986.
- STRUCHINER, Noel. Posturas interpretativas e modelagem institucional: a dignidade (contingente) do formalismo jurídico. In: SARMENTO, Daniel (Org.). *Filosofia e teoria constitucional contemporânea*. Rio de Janeiro: Lumen Juris.
- TÁCITO, Caio. Poder de Polícia e Polícia do Poder. *Carta Mensal*, Rio de Janeiro: Confederação Nacional do Comércio – CNC, v. 31, n. 365, 1985.

_____. O Retorno do Pêndulo: Serviço Público e Empresa Privada. O Exemplo Brasileiro. *Revista Forense*, Rio de Janeiro: Forense, v. 334, a. 92, 1997.

_____. Direito Administrativo Participativo. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 209, 1998.

_____. Transformações do Direito Administrativo. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 214, 1999.

_____. A Reforma do Estado e a Modernidade Administrativa. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 215, 2002.

_____. *Temas de Direito Público*. Rio de Janeiro: Renovar, v. III.

TAVARES, André Ramos. Repartição de Funções Estatais: Fundamento, Estrutura e Finalidade. *Revista do Advogado*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 73, a. XXIII, 2003.

TEUBNER, Gunther. Juridification: Concepts, Aspects, Limits, Solutions. In: TEUBNER, Gunther (Org.). *Juridification of social spheres: a comparative analysis in the areas of labor, corporate, antitrust and social welfare law*. Berlim: Walter De Gruyter, 1987.

_____. Substantive and Reflexive Elements in Modern Law. In: SERON, Carroll (Ed.). *The Law and Society Canon*, Aldershot: Ashgate Publishing, 2006. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=896509>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

TIMBÓ, Ivo Cordeiro Pinho. *Regime Jurídico da Informação no Mercado de Capitais*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2006.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e Autorregulação no Brasil e a Crise Interna-cional*. Disponível em: <<http://www.bovespaspervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. Acesso em: 14 jul. 2015.

TULLOCK, Gordon; SELDON, Arthur; BRADY, Gordon L. *Government failure: a primer in public choice*. Washington, DC, EUA: Catho Institute, 2002.

UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (GAO). *Private Fund Advisers: Although a Self-Regulatory Organization Could Supplement SEC Oversight, It Would Present Challenges and Trade-offs*. Relatório elaborado para os Comitês Temáticos do Congresso dos Estados Unidos da América, 2011. Disponível em: <www.gao.gov/new.items/d11623.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2015.

VANDENBERGH, Michael P. The Private Life of Public Law. *Columbia Law Review*, Nova York: Columbia Law School, v. 105, n. 1, 2005.

_____. The New Wal-Mart Effect: The Role of Private Contracting in Global Governance. *UCLA Law Review*, Los Angeles: University of California, Los Angeles, v. 54, n. 4, 2007.

VARIOS AUTORES (VVAA). Os Caminhos da Privatização da Administração Pública – IV Colóquio Luso-Espanhol de Direito Administrativo. *Studia Iuridica*, Coimbra: Coimbra, n. 60, 2001.

WALD, Arnoldo. Autorregulação e Mercado de Opções. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 79, a. XXIX, 1990.

_____. Autorregulação e Mercado de Opções. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 79, a. XXIX, 1995.

_____. Novas Tendências do Direito Administrativo: A Flexibilidade no Mundo da Incerteza. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 202, 2002.

_____. O Governo das Empresas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 15.

WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson Laks. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e Sua Autonomia Frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 61, a. XXV, 1986.

WESTERMAN, Pauline. From Democracy to Accountability. In: KOFMEL, Erich (Ed.). *Major Trends in Anti-Democratic Thought*. Groningen: University of Groningen, 2008.

_____. Who Is Regulating the Self? Self-Regulation as Outsourced Rule-Making. In: HERTOOG, Marc; WESTERMAN, Pauline (Orgs.). *Self-Regulation and the Future of Regulatory State International and Interdisciplinary Perspectives*. Groningen: University of Groningen, 2009.

WOLKMER, Antonio Carlos. *Pluralismo Jurídico: Fundamentos para uma Nova Cultura do Direito*. 3. ed. São Paulo: Alfa Omega, 2001.

ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e Autorregulação no Mercado de Capitais Brasileiro*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC Rio, Rio de Janeiro, 2005.